

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**DESEMPENHO, ENDIVIDAMENTO E FINANCIAMENTO SUSTENTÁVEL NO
CONTEXTO ESG: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS REGIONAIS**

JOSÉ FERNANDO MARTINS DE PAIVA

UBERLÂNDIA

2024

JOSÉ FERNANDO MARTINS DE PAIVA

**DESEMPENHO, ENDIVIDAMENTO E FINANCIAMENTO SUSTENTÁVEL NO
CONTEXTO ESG: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS REGIONAIS**

Tese apresentada à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de concentração: Gestão Organizacional e Regionalidade

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Regionalidade

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

UBERLÂNDIA

2024

JOSÉ FERNANDO MARTINS DE PAIVA

**DESEMPENHO, ENDIVIDAMENTO E FINANCIAMENTO SUSTENTÁVEL NO
CONTEXTO ESG: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS REGIONAIS**

Tese apresentada à Faculdade de Gestão e
Negócios da Universidade Federal de Uberlândia,
como exigência parcial para obtenção do título de
Doutor em Administração.

Uberlândia-MG, 19 de Dezembro de 2024.

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro – Orientadora

Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN/UFU

Prof. Dr. José Eduardo Ferreira Lopes – Membro Interno

Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN/UFU

Prof.^a Dr.^a Luciana Carvalho – Membro Interno

Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN/UFU

Prof.^a Dr.^a Daiana Paula Pimenta – Membro Externo

Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia - FACE/UFG

Prof. Dr. Régio Márcio Toesca Gimenes – Membro Externo

Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia - FACE/UFGD

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU com
dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

P149
2024

Paiva, José Fernando Martins de, 1981-
Desempenho, Endividamento e Financiamento Sustentável
no Contexto ESG: Evidências para Empresas
Brasileiras Regionais. [recurso eletrônico] / José
Fernando Martins de Paiva. - 2024.

Orientadora: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Administração.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2024.766>
Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Ribeiro, Kárem Cristina de Sousa
,1967-, (Orient.). II. Universidade Federal de
Uberlândia. Pós-graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2: Gizele

Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração
Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG,
CEP 38400-902

Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico, número 26, PPGADM				
Data:	19 de dezembro de 2024	Hora de início:	15:00	Hora de encerramento:	16:55
Matrícula do Discente:	12013ADM003				
Nome do Discente:	José Fernando Martins de Paiva				
Título do Trabalho:	Desempenho, Endividamento e Financiamento Sustentável no Contexto ESG: Evidências para Empresas Brasileiras Regionais.				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniram-se por videoconferência, Campus Santa Mônica, da Universidade Federal de Uberlândia, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Prof^ª. Dr^ª. Luciana Carvalho (UFU), Prof. Dr. José Eduardo Ferreira Lopes (UFU), Prof^ª. Dr^ª. Daiana Paula Pimenta (UFG), Prof. Dr. Régio Marcio Toesca Gimenes (UFGD) e Prof^ª. Dr^ª. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro (UFU), orientadora do candidato. Ressalta-se que a todos participaram da defesa por meio de videoconferência.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Prof^ª. Dr^ª. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir a senhora presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

Aprovado

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor.
O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos,

conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, Professor(a) do Magistério Superior**, em 19/12/2024, às 17:00, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **José Eduardo Ferreira Lopes, Professor(a) do Magistério Superior**, em 20/12/2024, às 13:05, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 20/12/2024, às 13:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Régio Marcio Toesca Gimenes, Usuário Externo**, em 20/12/2024, às 23:29, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Daiana Paula Pimenta, Usuário Externo**, em 22/12/2024, às 12:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **5907408** e o código CRC **D3A912A9**.

À Deus pela vida, pela saúde, e pela oportunidade de aprender.

Aos meus pais e ao meu irmão, pelos exemplos
de esforço e dedicação em busca de conhecimento e
aprendizado.

À minha querida esposa Mariana, por todo
apoio e compreensão, e às minhas amadas filhas,
Amanda e Larissa, que são inspiração e
motivação para a busca do conhecimento, e
iluminam nossas vidas!

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, agradeço à Deus pela vida, pela saúde, pela família, pelo trabalho e pela oportunidade de estudar e aprender.

Agradeço aos meus pais e ao meu irmão, pelo constante incentivo aos estudos, por serem exemplos de superação e esforço para vencer os desafios ao longo da vida, e que sempre indicaram de forma assertiva que investir em educação é o melhor caminho a ser trilhado.

Agradeço, em especial, à minha esposa Mariana, que não apenas soube compreender minha ausência em função das aulas e da dedicação aos estudos, como também, me apoiou desde o início do curso com palavras de incentivo nos vários momentos de dificuldade ao longo do caminho. Sem o seu apoio, compreensão e sabedoria, a conclusão desta etapa não teria sido possível.

Agradeço à orientadora Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, pela paciência, pelas orientações ao longo do curso, e pelos comentários e sugestões durante o desenvolvimento desta tese. Agradecimentos também aos membros da banca de qualificação e defesa pelas orientações e sugestões que, com certeza, contribuíram para a melhoria desta pesquisa.

Ao Banco do Brasil, por incentivar e apoiar à realização deste importante passo em minha formação profissional.

Enfim, agradeço a todos que diretamente ou indiretamente contribuíram para a conclusão do doutorado. Tenho certeza absoluta que para chegar até aqui, precisei contar com a ajuda e a compreensão de muitas pessoas.

“A persistência é o caminho do êxito.”

Charles Chaplin

Desempenho, Endividamento e Financiamento Sustentável no Contexto ESG: Evidências para Empresas Brasileiras Regionais.

Resumo

Contextualização: Estudos internacionais apontam o crescimento na emissão dos títulos relacionados à temática sustentável como alternativa para captação de recursos para empresas, e de lucratividade para investidores. Este crescimento atende a demanda da sociedade por maior participação das companhias na melhoria da qualidade de vida das pessoas. Neste contexto, esta tese realizou a análise entre os temas desempenho e endividamento das empresas e a emissão de títulos privados para investimentos em projetos que atendam às premissas consideradas sustentáveis, dentro da temática conhecida como ASG (Ambiental, Social e de Governança) ou em inglês, ESG (*Environmental, Social and Governance*).

Objetivo: O objetivo da tese foi o de investigar a relação entre o desempenho e o endividamento e a opção pelo financiamento sustentável em empresas brasileiras internacionalizadas, com subsidiárias ou filiais na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba. Para isso, foram utilizados dados das empresas extraídos das bases ERM NINT® e LSEG®, respectivamente, para os valores dos títulos emitidos por empresas brasileiras, e a classificação das companhias segundo divulgação de informações ASG. Como as empresas atuam em conjunturas econômicas adversas, os projetos de investimento e o país de emissão dos títulos seriam afetados pelo contexto econômico que cercam as companhias.

Método: As análises estatísticas foram realizadas por meio de regressão linear com dados em painel (*pooled*), com informações financeiras das companhias entre 2015 e 2023.

Resultados: Os resultados das regressões indicaram relação estatística negativa entre desempenho (ROE) e a emissão dos títulos; relação positiva entre as 3 variáveis de desempenho e o PIB, e relação estatística entre a variáveis ROE e Q_{Tobin} e a internacionalização. Para a variável de endividamento houve relação positiva com a emissão de títulos ASG, indicando que esta forma de captação de recursos, apesar de proporcionalmente pequena em relação ao valor total, pode influenciar nos indicadores financeiros sobre recursos de terceiros dentro da firma. Para as outras variáveis independentes ou de controle, inclusive a de regionalidade, que verificaria sobre a presença de grandes empresas no interior do país, não foi indicada significância estatística. Portanto, em relação ao aspecto regional, não foi possível confirmar empiricamente a relação entre o desempenho e a presença de empresas na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.

Aderência da pesquisa com a área de concentração do PPGAdm (Regionalidade e Gestão)

e com a linha de pesquisa: Esta tese utilizou informações financeiras de empresas brasileiras para análise do endividamento e do desempenho das empresas que emitiram títulos sustentáveis. Para o desenvolvimento deste estudo foi utilizada uma variável (REGIONAL) para verificação da relação estatística entre indicadores e valores financeiros e a presença destas empresas na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, caracterizando a área de concentração de Regionalidade e Gestão, e na temática de Finanças.

Impacto e caráter inovador na produção intelectual: Esta tese utilizou valores em moeda nacional dos títulos sustentáveis emitidos no Brasil e no Exterior por empresas brasileiras com operações na B3, para análise da relação entre os títulos e o desempenho e o endividamento destas companhias. Além disso, foram utilizadas bases de dados para coleta das informações dos títulos e do *score* das empresas, ainda não utilizados na literatura.

Impacto econômico, social e regional: Esta tese objetiva a verificação da relação entre indicadores financeiros de companhias brasileiras, buscando confirmar empiricamente sobre benefícios que investidores recebem ao escolherem alocar recursos em empresas que adotam práticas sustentáveis. Ao mesmo tempo, quando estas práticas são adotadas haveria o aprimoramento da gestão interna da firma, e a melhoria da qualidade de vida da população em geral. Aqui, também, fez-se a análise destes indicadores financeiros e da presença destas empresas na região de abrangência do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, utilizando o conceito da desconcentração produtiva no Brasil, com o intuito de indicar que a atuação na região traria ganhos para a empresa, investidores e a sociedade.

Implicações regionais: O desenvolvimento desta tese tem como objetivo analisar se a desconcentração produtiva para a região de atuação do Programa de Pós-Graduação da FAGEN/UFU teria relação com o desempenho e o endividamento de grandes empresas brasileiras. Além disso, o trabalho contribui pelo incentivo à produção de pesquisas sobre a migração do setor produtivo para a região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.

Objetivos de Desenvolvimento Sustentável atendidos na pesquisa: Este trabalho está alinhado com o propósito número 12 do Objetivo de Desenvolvimento Sustentável (ODS-12), ao incentivar práticas de empresas e ao apoiar padrões de consumo mais sustentáveis por parte dos consumidores.

Palavras-chave: Títulos Sustentáveis; Endividamento; Internacionalização; Fatores Macroeconômicos; Brasil.

Performance, Debt and Sustainable Financing in the ESG Context: Evidence for Regional Brazilian Companies.

Abstract

Contextualization: International studies point to the growth in the issuance of bonds related to sustainable themes as an alternative for raising funds for companies, and profitability for investors. This growth meets society's demand for greater participation by companies in improving people's quality of life. In this context, this thesis carried out an analysis between the themes of company performance and debt and the issuance of private bonds for investments in projects that meet assumptions considered sustainable, within the theme known as ESG (Environmental, Social and Governance).

Objective: The objective of the work was to investigate the relationship between performance and debt and the option for sustainable financing in internationalized Brazilian companies, with subsidiaries or branches in the Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba region, in Brazil. For this, company data extracted from the ERM NINT® and LSEG® databases were used, respectively, for the values of securities issued by Brazilian companies, and the classification of companies according to the disclosure of ESG information. As companies operate in adverse economic circumstances, investment projects and the country in which securities are issued would be affected by the economic context surrounding the companies.

Method: Statistical analyzes were carried out using linear regression with pooled data, with financial information from companies between 2015 and 2023.

Results: The regression results indicated a negative statistical relationship between performance (ROE) and the issuance of securities; positive relationship between the 3 performance variables and macroeconomic growth, and a positive relationship between the ROE performance variable and internationalization. For the debt variable, there was a positive relationship with the issuance of ESG bonds, indicating that this form of fundraising, despite being proportionally small in relation to the total value, can influence financial indicators regarding third-party resources within the firm. For the other independent or control variables, including regionality, which would verify the presence of large companies in the interior of the country, no statistical significance was indicated. Regarding the regional aspect, it was not possible to empirically confirm the relationship between performance and the presence of companies in the Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba region.

Compliance of the research with the PPGAdm concentration area (Regionality and Management) and with the line of research: This thesis used financial information from Brazilian companies to analyze the debt and performance of companies that issued sustainable bonds. For the development of this study, a variable was used to verify the relationship between financial variables and the presence of these companies in the Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba region, characterizing the area of concentration of Regionality and Management, and the theme of Finance.

Impact and innovative character in intellectual production: This thesis used values in national currency of sustainable bonds issued in Brazil and abroad by Brazilian companies operating on B3 to analyze the relationship between the bonds and the performance and debt of these companies. In addition, databases were used to collect information on companies' titles and scores, which have not yet been used in the literature.

Economic, social and regional impact: This thesis seeks to verify the relationship between financial indicators of Brazilian companies, seeking to empirically confirm the benefits that investors receive when choosing to allocate resources in companies that adopt sustainable practices. At the same time, when these practices are adopted, there would be an improvement in the firm's internal management, and an improvement in the quality of life of the population in general. Also, an analysis was made of these financial indicators and the presence of these companies in the region covered by the Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba, using the concept of productive deconcentration in Brazil, with the aim of indicating that operations in the region would bring gains to the company, investors and society.

Regional implications: The development of this thesis aims to analyze whether the productive deconcentration for the region where the FAGEN/UFU Postgraduate Program operates would be related to the performance and debt of large Brazilian companies. Furthermore, the work contributes by encouraging the production of research on the migration of the productive sector to the Triângulo Mineiro and Alto Paranaíba region.

Sustainable Development Goals met in the research: This work is aligned with purpose number 12 of the Sustainable Development Goal (ODS-12), by encouraging business practices and supporting more sustainable consumption patterns by consumers.

Keywords: Sustainable Bonds; Indebtedness; Internationalization; Macroeconomic Factors; Brazil.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: Análise descritiva das variáveis	70
TABELA 2: Resultados da regressão com a variável dependente ROA	71
TABELA 3: Resultados da regressão com a variável dependente ROE.	72
TABELA 4: Resultados da regressão com a variável dependente Q de Tobin	73
TABELA 5: Resultados das correlações entre as variáveis dependentes e independentes.....	74
TABELA 6: Análise descritiva das variáveis	94
TABELA 7: Resultados da regressão sobre títulos sustentáveis	95
TABELA 8: Matriz de correlação entre as variáveis	96

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: Objetivos de Desenvolvimento Sustentável.....	31
FIGURA 2: Alguns estudos/teorias sobre Estrutura de Capital e desempenho das firmas.....	35
FIGURA 3: Estudos sobre o mercado de títulos sustentáveis	41
FIGURA 4: <i>Framework</i> teórico com interação entre Sustentabilidade, Títulos ESG e Internacionalização.....	43
FIGURA 5: Estudos internacionais sobre títulos sustentáveis e desempenho.....	57
FIGURA 6: Alguns estudos nacionais recentes sobre Endividamento e Internacionalização...	61
FIGURA 7: Resumo das Variáveis.....	83
FIGURA 8: Resumo das Variáveis.....	93

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ASG: Ambiental, Social e de Governança

BCB: Banco Central do Brasil

CEBDS: Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável

CEPAL: Comissão Econômica para a América Latina

CSR: *Corporate Social Responsibility*

CMMAD: Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento

ESG: *Environmental, Social and Governance*

FGV: Fundação Getúlio Vargas

GSIA: *Global Sustainable Investment Alliance*

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

ISE: Índice de Sustentabilidade Empresarial

KPI: *Key Performance Index*

MIT: *Massachusetts Institute of Technology*

ODS: Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

OMS: Organização Mundial de Saúde

ONU: Organização das Nações Unidas

PIB: Produto Interno Bruto

PNB: Produto Nacional Bruto

ROA: *Return on Assets*

ROE: *Return on Equity*

SRI: *Social Responsible Investments*

TS: Títulos Sustentáveis

VBR: Visão Baseada em Recursos

WBSD: *World Business for Sustainable Development*

Sumário

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	16
CAPÍTULO 2: ESG: Um Ensaio Teórico da Análise do Desempenho Financeiro e do Financiamento Sustentável em Empresas Brasileiras Internacionalizadas	23
2.1 – INTRODUÇÃO	23
2.1.1 – Contexto	23
2.2 – REFERENCIAL TEÓRICO	26
2.2.1 – Histórico do Desenvolvimento Sustentável	26
2.2.2 – Estrutura de Capital: de M&M às Pesquisas com Fatores Externos	35
2.2.3 – Vantagem competitiva e Sustentabilidade	38
2.2.4 – Internacionalização, Sustentabilidade e Endividamento	42
2.3 – CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
CAPÍTULO 3: ESG e o Desempenho Financeiro em Empresas Brasileiras Internacionalizadas: Uma Aplicação da Regionalidade	49
3.1 – INTRODUÇÃO	49
3.1.1 – Contexto	49
3.2 – REFERENCIAL TEÓRICO	52
3.2.1 – Teorias da Agência e da Sinalização no contexto das Práticas Sustentáveis	52
3.2.2 – Sustentabilidade e Desempenho	55
3.2.3 – Internacionalização	59
3.2.4 – Desconcentração Produtiva	62
3.3 – METODOLOGIA	64
3.3.1 – Base de Dados	64
3.3.2 – Análise dos Dados	65
3.3.3 – Construção das Variáveis e dos Modelos Econométricos	66
3.4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS	70
3.5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
CAPÍTULO 4: ESG e os Fatores Externos para Financiamento Sustentável no Brasil: Uma Aplicação da Regionalidade	77
4.1 – INTRODUÇÃO	77
4.1.1 – Contexto	77
4.2 – REFERENCIAL TEÓRICO	81
4.2.1 – Sustentabilidade: Origens e Evolução	81
4.2.2 – Endividamento e Fatores Macroeconômicos	84
4.3 – METODOLOGIA	90

4.3.1 – Base de Dados.....	90
4.3.2 – Análise dos Dados	91
4.3.3 – Construção das Variáveis e dos Modelos Econométricos	92
4.4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS	94
4.5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS	97
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO	100
REFERÊNCIAS	103

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

Diante da pandemia decretada em 2020 pela Organização Mundial de Saúde (OMS) e, em seguida, pelo Governo Federal no Brasil, a forma de se minimizar a propagação da contaminação pelo Coronavírus, também conhecido por Covid-19, trouxe consequências financeiras para as empresas, indústrias, consumidores e governo, uma vez que reduziu drasticamente o comércio de bens e serviços. Essa medida também foi aplicada em vários países, como forma de reduzir os impactos sobre a saúde da população. Nesse cenário adverso, empresas foram obrigadas a se adaptar às novas formas de atendimento, produção e comercialização de produtos, tendo em vista a manutenção e a continuidade das atividades das firmas (Silber, 2020; Avelar et al, 2021).

Nesse contexto de restrições impostas durante a pandemia, outras práticas que reduzissem ou equilibrassem os impactos sociais, ambientais e de governança das empresas na sociedade, conhecida pela sigla ASG (Ambiental, Social e de Governança) ou em inglês, ESG (*Environmental, Social and Governance*), também se faziam presentes, sendo parte das agendas de países e companhias. Essas medidas estariam alinhadas ao Acordo de Paris, assinado e ratificado por diversas nações, entre elas o Brasil, conforme o Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável (CEBDS) e os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), ambos sistematizados em 2015 pela Organização das Nações Unidas (ONU), em que foram definidos metas e compromissos com medidas objetivas para a melhoria da qualidade de vida da população mundial (CEBDS, 2024; ONU, 2024).

Uma alternativa para o atingimento dessas metas foi estabelecer uma forma de incentivo e financiamento, para que os meios produtivos e os consumidores apoiassem esses compromissos firmados para melhoria da qualidade de vida da população. Giraldez e Fontana (2021) apontaram que, para o financiamento de projetos com base sustentável, são utilizados os títulos SLB, sigla em inglês para *Sustainability-Linked Bonds*. Dentro desses títulos, estariam os títulos verdes, os títulos sociais e os de governança. Embora cada um desses títulos tenha objetivos diferentes, aqui eles serão tratados em conjunto e considerados como títulos sustentáveis para o desenvolvimento desta pesquisa.

O Acordo de Paris, que estabeleceu a redução na emissão de carbono pelos países que assinaram o pacto, trouxe a necessidade de uma mudança na cadeia produtiva e, por consequência, no financiamento corporativo (Gianfrate & Peri, 2019). A necessidade de adequação de produtos e serviços que contribuam com a preservação do meio ambiente, com a inclusão social e com

uma gestão mais transparente nas empresas tem feito com que novas práticas e formas de interação com o mercado sejam propostas. Destaca-se que com o crescimento da relevância do assunto na sociedade e no meio corporativo, efeitos dessas práticas sustentáveis também são esperados em outras áreas da empresa, como visto no estudo de Schleich (2022) sobre a área de recursos humanos.

A utilização dos títulos sustentáveis, como nova opção de renda fixa, traz o questionamento, como no estudo de Wang *et al* (2020), sobre a viabilidade da proposta, (tendo em vista o *trade-off* entre os benefícios financeiros para a empresa e alinhado ao objetivo de lucros para os acionistas) e o objetivo do referido acordo para redução na emissão de carbonos. Se o propósito final da empresa seria o retorno ao acionista, investimentos em projetos ambientais, com custos maiores para a firma quando comparados aos títulos convencionais, não seriam desejáveis. Em contraponto, o estabelecimento de políticas sustentáveis para a empresa poderia ter reflexos que iriam além da imagem, influenciando positivamente outras áreas da corporação, além da financeira, trazendo ganhos para todos os *stakeholders*.

Aqui, destaca-se esse ponto positivo a respeito da opção por títulos sustentáveis em que haveria outros ganhos para a empresa além do financeiro, como exposto no estudo de MacAskill et al (2020), que realizaram revisão da literatura entre pesquisas desenvolvidas entre 2007 e 2019 e que abordam o tema títulos sustentáveis. Os autores concluíram pelos ganhos financeiros em escolher essa opção de investimento (chamado no mercado de *green premium* ou *greenium*) em relação ao investimento em títulos convencionais. Além disso, os autores também citaram que empresas deveriam considerar fatores não econômicos quando investidores escolhessem alocar recursos nessa opção de investimento, como apoio à causa ambiental, social ou melhorar a imagem frente ao mercado, por exemplo. Identifica-se, então, que há motivos diferentes para que essa forma de investimento esteja despertando a atenção de investidores e empresas no mercado de capitais.

A relação da estrutura de capital e o valor das empresas, que já vem sendo estudada desde, pelo menos a década de 50, com o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), conhecido como M&M, ganharia novo contexto, ao se incorporarem efeitos de forte retração econômica mundial com o decreto de pandemia em 2020 e as estratégias de continuidade e expansão das empresas em um ambiente com cada vez mais regulação governamental e demandas socioambientais. Sendo assim, de um lado, encontram-se as empresas em um cenário com cada vez mais desafios e, de outro lado, investidores analisando as condições e perspectivas de maximização do capital a ser alocado (Silber, 2020).

Outro tema tratado aqui é a atuação das empresas em mercados diferentes, seja fora do país sede (internacionalização), ou em outras regiões dentro do país sede (regionalidade). A opção de se investir em novos mercados (dentro ou fora do mercado doméstico) seria uma evolução na gestão da empresa, seguindo Edith Penrose, com a sua teoria evolutiva da Visão Baseada em Recursos desempenhando uma vantagem competitiva, tendo sido disseminada pela autora na década de 50, e por outros autores nas décadas seguintes, como Jay Barney, com seu estudo de 1991 (Vasconcelos et al, 2014). A adaptação ao contexto econômico seria um desafio para todas as companhias, mas também poderia ser um impulsionador nessa decisão de atuar em outra região ou fora do país de origem, com impactos diretos na estrutura de capital, nos processos internos, na relação com o mercado consumidor e com o governo. Nesta tese, os assuntos abordados fazem referência ao aspecto financeiro, com a análise do desempenho financeiro, endividamento e comportamento em relação às variáveis macroeconômicas do Brasil.

Estudos indicaram o crescimento do mercado de títulos sustentáveis no mundo, como os de Wang *et al* (2020) sobre o mercado chinês ou o de Restrepo-Castro *et al* (2020) sobre o potencial desse mercado na América Latina. Após a revisão da literatura aponta-se que não foram encontrados estudos quantitativos aprofundados sobre o mercado brasileiro, que mostrassem qual seria a relação entre os temas estrutura de capital, títulos sustentáveis e internacionalização após o ano de 2015. Ademais, pelos compromissos firmados pelos governos de diversos países, e pela demanda da sociedade em adquirir produtos e serviços ligados ao conceito ASG, verifica-se uma oportunidade de pesquisa sobre os temas, mas concentrando a análise no mercado brasileiro.

A análise dos títulos sustentáveis seria uma oportunidade de se pesquisar a relação dessa opção de investimento com aspectos corporativos e mercadológicos inerentes ao Brasil. As influências no desempenho e endividamento das empresas, a proposta de internacionalização da companhia, a regionalidade e o cenário macroeconômico são os temas abordados aqui. Ainda que a quantidade de empresas brasileiras que emitiram esses títulos seja menor quando comparado aos outros países, esse tema vem recebendo a atenção de pesquisadores asiáticos, europeus e americanos, a exemplo de estudos como o de Wang et al (2020), Restrepo-Castro *et al* (2020), Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020), Monk e Perkins (2020), Liaw (2020), Schumacher, Schenet e Volz (2020) e Sverner, Minardi e Moraes (2023), entre outros.

Esta seria a relação a ser analisada nesta tese: se a emissão de títulos sustentáveis seria financeiramente vantajosa para o acionista e para a empresa ou seriam utilizados recursos da firma (que poderiam ser distribuídos aos acionistas ou reservados para novos investimentos)

para a emissão de títulos e adoção de práticas sustentáveis com objetivo de atender à demanda do mercado por uma prática de gestão mais atualizada.

Após a apresentação dos temas e do contexto de restrição financeira e de demanda por produtos sustentáveis, são propostas da pesquisa:

1. Desenvolver um ensaio teórico com o propósito de levantar e analisar estudos que identifiquem a relação entre a adoção de formas sustentáveis de captação de recursos com o endividamento e o desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas.
2. Verificar qual o efeito no desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas que utilizam títulos sustentáveis como fonte de financiamento.
3. Identificar fatores relevantes para a estrutura de capital das empresas brasileiras internacionalizadas que utilizam opções sustentáveis como fonte de financiamento, incluindo o efeito em um contexto de crise.

O cenário ou o macroambiente seria um fator exógeno que influenciaria na definição da estratégia da empresa para o mercado ou para a oferta de seus produtos. Por isso, o objetivo geral desta tese foi estudar uma forma de financiamento que considere perspectivas sociais, ambientais e de governança em diferentes setores da bolsa de valores brasileira, buscando-se resultados estatísticos sobre a relação entre os temas e variáveis macroeconômicas.

O estudo sobre sustentabilidade no Brasil tem como marco relevante a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) pela então BM&FBovespa (atual B3), em 2005. Mesmo após quase 20 anos de estudos já realizados sobre o tema no mercado nacional, indica-se a falta de consenso sobre o seu impacto nas companhias (Peixoto et al, 2016; B3, 2023). Por um lado, a adesão às práticas sustentáveis pode ser vista negativamente, ao reduzir o desempenho das firmas (De Oliveira et al, 2021), e por outro, como uma vantagem competitiva para aquelas que fazem uso dos seus conceitos, mantendo níveis de eficiência e desempenho menos voláteis ao longo do tempo (Lameira et al, 2013). Broadstock et al (2021) realizaram pesquisa sobre a performance ESG de empresas chinesas durante o período de crise (pandemia do Covid-19) com a confirmação sobre a vantagem da adoção das práticas sustentáveis em período de restrições financeiras.

Os fatores macroeconômicos são tema de pesquisas em finanças corporativas devido às possibilidades de sua influência na estratégia operacional, mercadológica e financeira das firmas, como, por exemplo, nos estudos de Pandini, Stupp e Fabre (2018) sobre setores cíclicos

e não cíclicos, nos de Andrade, Muntaser e Prado (2022) no setor financeiro, e nos de Guedes et al (2021) no setor agrícola. Em se tratando do decreto de pandemia em 2020, em que se verificou o impacto de medidas determinadas pelos governos locais nas finanças das empresas, sugere-se nova pesquisa que inclua esse período.

Portanto, considerando o cenário atual exposto, com a influência da pandemia, a inserção da sustentabilidade com o impulsionamento na emissão dos títulos sustentáveis e o contexto do mercado brasileiro, têm-se os temas de investigação desta pesquisa, que será desenvolvido em 5 capítulos detalhados a seguir:

Esta introdução constitui-se no Capítulo 1, com a contextualização, apresentação dos temas e dos próximos capítulos a serem desenvolvidos, bem como a identificação das contribuições esperadas.

O Capítulo 2, é um ensaio sobre os temas abordados com uma revisão da literatura sobre os temas ASG, endividamento, desempenho financeiro, internacionalização e fatores macroeconômicos. Aqui foram apresentados os estudos das últimas décadas, além da estruturação teórica sobre o tema ASG, que ganhou mais atenção a partir do Acordo de Paris assinado em 2015 por vários países, dentre eles, o Brasil.

No Capítulo 3, é desenvolvido um estudo empírico que relaciona o desempenho com a emissão de títulos sustentáveis, utilizando como base de dados valores dos títulos financeiros no Brasil e no exterior, além da classificação das firmas quanto à sustentabilidade por empresa reconhecida no mercado de consultoria e assessoramento empresarial.

No Capítulo 4, é realizado outro estudo empírico. Nesse caso, a abordagem se dirige para o efeito da emissão de títulos sustentáveis no endividamento das empresas brasileiras, contextualizando com informações sobre o mercado brasileiro, e considerando o ano da pandemia (2020) como cenário de crise.

O Capítulo 5 é uma conclusão geral do trabalho, retomando os objetivos propostos e com o resumo dos resultados encontrados nesta tese, além de indicar as limitações deste estudo, e sugestões para pesquisas futuras.

Espera-se que esta tese contribua para: i) a literatura acadêmica; ii) os investidores; iii) as companhias que operam no mercado de capitais; iv) a sociedade e v) a região do programa de pós-graduação.

Para os investidores, por ser mais uma fonte de informações sobre a decisão de alocação de recursos em empresas que emitiram títulos ASG ou não, com a possibilidade de investimento em diferentes mercados, os resultados de pesquisas sobre os temas valor, desempenho e endividamento podem ser relevantes para a decisão de alocação de recursos no mercado de capitais. A adesão às práticas sustentáveis também pode indicar uma gestão mais eficiente, e sinalizar pontos positivos ao mercado sobre firmas que procurem manter regularidade no retorno aos acionistas no longo prazo.

Por sua vez, as empresas podem utilizar os resultados desta tese para aprimorar a comunicação com investidores do mercado de capitais. A análise de informações financeiras sobre diferentes pontos de vista acadêmicos pode mostrar oportunidades de melhorias nos processos internos ou em decisões estratégicas, sobre a temática ASG e impulsionar a captação de recursos via mercado de capitais.

O crescimento na quantidade e na profundidade das pesquisas sobre finanças corporativas pode ser mais um passo para a democratização do conhecimento sobre temas que impactam a sociedade em diferentes formas, como as finanças sustentáveis. O tema ASG envolve três componentes (Ambiental, Social e de Governança) com poder de melhorar a qualidade de vida das pessoas que estão, direta ou indiretamente, envolvidas com as empresas (*stakeholders*). Além disso, o tema ESG está alinhado com o objetivo número 12 (“Consumo e Produção Sustentáveis”) dentre os 17 ODS (Objetivos do Desenvolvimento Sustentável) definidos pela ONU. Por isso, espera-se que o assunto ganhe ainda mais força e atenção ao propor o direcionamento de recursos para objetivos específicos, e que seja abordada de forma ampla em firmas dos diferentes setores da economia nacional (ONU, 2024).

Por fim, como contribuição regional será estudada a dispersão de unidades de grandes empresas para cidades do interior do país abordando o conceito de desconcentração produtiva como alternativa para o desenvolvimento regional e a melhoria da qualidade de vida nessas regiões. Aqui será analisada a presença das empresas com ações na B3 e que emitiram títulos privados ligados à sustentabilidade em cidades da macrorregião do Triângulo Mineiro, área de atuação do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia (PPGA/FAGEN/UFU). Esta presença pode ser uma alternativa para o desenvolvimento local e para a redução da desigualdade entre as regiões do país, como citaram Tourinho e Sheng (2017).

Espera-se também confirmar conclusões de estudos anteriores, segundo os quais em que empresas que investem em títulos sustentáveis têm melhor desempenho e resiliência em momentos de crise em mercados emergentes, como o Brasil. Ainda que não haja consenso na literatura acadêmica quando abordado o tema sustentabilidade dentro de finanças corporativas, espera-se que esta pesquisa, mesmo com suas limitações, possa contribuir para que debates, estudos e questionamentos surjam a partir daqui.

O aprimoramento constante de práticas de gestão, com a inclusão de normas e políticas que tragam benefícios para a sociedade deve ser visto como relevante, sendo por isso, foco da atenção da sociedade, governos e empresas. Ainda que os resultados almejados pelos acordos ainda não tenham sido alcançados, a discussão sobre formas de impulsionamento e reconhecimento podem trazer resultados positivos para todos os *stakeholders* ao longo dos próximos anos.

CAPÍTULO 2: ESG: Um Ensaio Teórico da Análise do Desempenho Financeiro e do Financiamento Sustentável em Empresas Brasileiras Internacionalizadas

2.1 – INTRODUÇÃO

2.1.1 – Contexto

Estudos sobre o endividamento de empresas brasileiras são realizados há décadas, seja analisando os fatores determinantes na estrutura de capital, como o de Perobelli e Famá (2002), ou considerando o mercado brasileiro dentro do contexto latino-americano, como no estudo de Martins e Terra (2014), ou, ainda, no processo de alavancagem em cenário pós-crise, como no estudo de Sonza et al (2019), que investigaram o mercado brasileiro pós-crise de 2008.

Dentro do tema estrutura de capital, os títulos sustentáveis, uma das alternativas de financiamento, ganharam relevância nos maiores mercados de capitais, atraindo a atenção de empresas de diferentes setores, interessadas no volume de recursos direcionados para incentivo à área sustentável.

Medidas que reduzam ou equilibrem os impactos ambientais, sociais e de governança (conhecida pela sigla ASG, ou em inglês ESG – *Environmental, Social and Governance*) passaram a fazer parte do contexto mundial, visto a demanda por ações efetivas de países e empresas para a melhoria da qualidade de vida da sociedade atual e das futuras gerações. Como exemplos mais específicos dessa demanda, citam-se as metas de redução da poluição estabelecidas no Acordo de Paris de 2015, que foi assinado e ratificado por diversos países, dentre eles, o Brasil, e a definição dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) proposto pela ONU (CEBDS,2021; ONU, 2024).

Segundo o *Global Sustainable Investment Alliance* em 2020, US\$ 35,5 trilhões era o montante em investimentos globais sustentáveis nos 5 maiores mercados, o que sugere a dimensão da quantidade de recursos aos quais empresas que adotassem práticas sustentáveis poderiam ter acesso. Segundo o mesmo relatório, os maiores mercados eram os dos EUA e da Europa, com 80% dos ativos globais de investimento sustentável no período entre 2018 e 2020. Mas o Canadá já se destacava com forte crescimento nos últimos anos (GSIA, 2020; Monzoni & Carreira, 2022).

Como instrumento dessa nova vertente está a utilização dos títulos sustentáveis (títulos verdes, sociais ou de governança) como nova opção de investimento em renda fixa, mas com

questionamentos sobre a viabilidade da comercialização desses títulos, como exposto no estudo de Wang *et al* (2020).

Um desses questionamentos acerca de títulos sustentáveis seria sobre o efeito da sua emissão no lucro para os acionistas devido aos custos maiores que esses investimentos em projetos ambientais exigiriam da firma, quando comparados aos títulos convencionais. Em contraponto, o estabelecimento de políticas sustentáveis poderia ter reflexos que extrapolariam a imagem da empresa, influenciando positivamente outras áreas da corporação além da financeira, trazendo assim benefícios para todos os *stakeholders*.

A questão dos benefícios das práticas sustentáveis no ambiente corporativo encontra teorias desenvolvidas por autores como Elkington (1998). Esse autor propôs o “*Triple Bottom Line*”, também conhecido como Tripé da Sustentabilidade, discorrendo sobre a demanda da sociedade por empresas que atendessem aos melhores desempenhos financeiro, social e ambiental, salientando ainda sobre a necessidade de se criarem mecanismos de avaliação das organizações nos três aspectos (Nossa, Dos Santos Rodrigues & Nossa, 2017).

Wang *et al* (2020) e Restrepo-Castro *et al* (2020) identificaram o crescimento desse mercado de títulos na América Latina, mas apesar da relevância mundial destacada, foram encontrados poucos estudos quantitativos relacionando os temas no mercado brasileiro a partir de 2015, podendo-se citar os exemplos de Gomes, Borsatto e Araújo (2022), Mantovani, Cassajus e Takaasi (2021) e Mazzioni *et al* (2023). Em que pese o tratado firmado pelo governo brasileiro sobre a sustentabilidade e o alcance de metas do Acordo de Paris e na Agenda 2030, identifica-se uma oportunidade de pesquisa sobre os temas citados, abrangendo o mercado brasileiro ou as empresas nacionais com atuação no exterior.

Após a apresentação dos temas, o desenvolvimento deste ensaio teórico tem o propósito de levantar e analisar estudos que identifiquem a relação entre a adoção de formas sustentáveis de captação de recursos com o endividamento e o desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas.

Segundo Lau e Michie (2022), a internacionalização das organizações pode ser abordada pela teoria de Edith Penrose, publicada em seu livro de 1959, *The Theory of the Growth of the Firm*, como uma alternativa para o crescimento das empresas. Nesse sentido, a utilização de títulos ASG como forma de captação de recursos em outros mercados, oferece a oportunidade de expansão e aprimoramento na gestão da organização.

Para o alcance dos propósitos aqui definidos serão efetuados o levantamento do histórico da sustentabilidade nas últimas décadas e a análise da relação entre desempenho e endividamento com as novas formas de captação de recursos que crescem no mundo, após as metas definidas nos Acordos de Paris e na Agenda 2030, ambos de 2015, que são eventos coordenados pela Organização das Nações Unidas (ONU). Os estudos aqui utilizados serviram como base para chamar a atenção para a necessidade de debate sobre o financiamento sustentável de empresas que tenham interesse em contribuir com os objetivos estabelecidos pelos países nos acordos citados, além de reforçar o avanço de estudos sobre a complexidade destes financiamentos.

Nesse ponto, sugerem-se duas vertentes que parecem ser interdependentes para análise de títulos ASG, mas que, para efeito de pesquisa, pode favorecer o estudo. O primeiro seria a necessidade de criação de indicadores (*Key Performance Index*) e regras para a análise de projetos sustentáveis e os seus resultados finais após a captação de recursos dentro da temática ASG. O segundo seria o uso de indicadores para verificar o impacto na emissão de títulos dentro da temática nas finanças corporativas das companhias. Como cada mercado possui suas peculiaridades econômicas, jurídicas e culturais, seria preciso montar um arcabouço teórico para o desenvolvimento de premissas que possibilitem a utilização de métricas comparativas por investidores e empresas. Comparar indicadores de projetos de setores diferentes parece ser contraproducente, por desconsiderar questões próprias de cada setor, ainda mais quando se refere a aspectos ambientais.

Neste trabalho, são apresentados estudos que corroboram a necessidade de aprofundamento da segunda vertente citada, comprovando historicamente a força dessa linha de atuação empresarial que vem se desenvolvendo desde a década de 50, bem como com a identificação de fatores a serem estudados para que se impulse a análise financeira quando há adesão à temática ASG.

A contribuição teórica deste ensaio será a de reunir e analisar estudos sobre sustentabilidade com as novas formas de captação de recursos disponíveis, investigando os principais pontos estudados sobre a temática ASG com aspectos de finanças corporativas. Como esses temas não foram suficientemente discutidos pela literatura, bem como pela relevância do tema, acredita-se que os questionamentos aqui apresentados podem adicionar conhecimento sobre o contexto sustentável no Brasil.

Este estudo traz para o centro da análise e do debate os títulos com temática ASG, uma alternativa considerada sustentável pelo mercado no financiamento de operações de

investimento de empresas nacionais, relacionando com o desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas e com os fatores externos às companhias. Para isso, um *framework* teórico é apresentado com o entrelaçamento dos temas sustentabilidade, internacionalização e títulos ESG.

No contexto atual, em que há maior demanda da sociedade por meios de produção e consumo de produtos com menor impacto socioambiental, este estudo apresenta relevância por tratar de temática atual, principalmente por abordar os temas no cenário brasileiro.

Além de considerar o aspecto sustentável, o desempenho financeiro das empresas brasileiras que optaram por essa forma de captação de recursos teria impacto nos *stakeholders*, e poderia contribuir com o atingimento das metas do Acordo de Paris, ratificadas pelo governo brasileiro. Por este motivo, a ampliação dos estudos sobre essa nova forma de financiamento reforça a necessidade de empresas e governos buscarem e efetivarem políticas e normas, em razão da demanda da sociedade que passou a questionar sobre os impactos das ações de grandes corporações para a qualidade de vida da população.

O debate aqui proposto pode impulsionar discussões que envolvem diferentes atores da sociedade e com implicações para as próximas gerações. As conclusões deste estudo podem ainda servir de base para que outras pesquisas sejam desenvolvidas com atualização de cenários, práticas e necessidades, caracterizando diferentes realidades e situações encontradas no Brasil. Como abordado em estudos sobre a relação entre concentração produtiva e concentração de renda no país, como o de Pochmann e Silva (2020), e tendo em vista a concentração de empresas em grandes capitais, ao se ampliar a análise para setores e regiões diferentes, pode-se obter novas conclusões sobre o tema.

O ensaio está dividido nas seguintes partes: após esta introdução, é apresentado o referencial teórico com estudos sobre os temas propostos, e as considerações finais. As referências aqui utilizadas serão apresentadas no final da tese.

2.2 – REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta parte do ensaio são apresentados estudos e teorias sobre os temas a serem desenvolvidos nesta pesquisa, salientando a relevância do assunto sustentabilidade ao longo da história da sociedade.

2.2.1 – Histórico do Desenvolvimento Sustentável

Segundo Nossa, Dos Santos Rodrigues e Nossa (2017), a expressão “Desenvolvimento Sustentável” foi criada por Carlowitz e Rohr (1732), em *Sylvicultura Oeconomica*, ao identificarem o uso da madeira tanto para fogueira quanto para outras finalidades, como construção civil, combustível e naval, e terem sugerido o uso racional da matéria-prima que era necessária para várias atividades. Ainda segundo Nossa, Dos Santos Rodrigues e Nossa (2017) haveria uma amplitude na aplicação do conceito de desenvolvimento sustentável a depender de qual área estivesse tratando do tema. Isto é, a utilização do conceito de sustentabilidade nas áreas sociais, ambientais e, financeiras poderia trazer definições diferentes para o que seria desenvolvimento sustentável.

Já Nascimento (2012) indicou que a sustentabilidade tem duas esferas como origem de pensamento: a biológica e a do desenvolvimento econômico. A primeira seria o aspecto biológico com o conceito de resiliência na natureza, isto é, de resistir ou se refazer após desastres naturais (tsunami, fogo, terremotos, por exemplo) ou por interferência humana (fogo ou desmatamento). A segunda seria relacionada ao desenvolvimento econômico que precisaria de moderação sob pena de afetar a qualidade de vida da população, e foi sendo impulsionada pela constatação de um risco ambiental global na década de 50: a poluição nuclear. Casos de contaminação por pesticida nos EUA e de chuva ácida na Suécia, também, foram citados pelo autor como fatos que impulsionaram o crescimento da sustentabilidade.

Nascimento (2012) e Lira e Fraxe (2014) relatam alguns fatos e eventos subsequentes que fortaleceram o conceito de sustentabilidade com a publicação de teorias e alertas de pesquisadores sobre o efeito do consumismo excessivo dos recursos naturais e consequente impacto na qualidade de vida das próximas gerações. Mas qual seria a relação entre sustentabilidade e o desenvolvimento econômico? O resumo da sequência histórica, com alguns acontecimentos, vincula os temas ao longo da história do desenvolvimento industrial e do crescimento econômico.

Shi et al (2019) dividiram a teoria do desenvolvimento sustentável em 3 períodos: o período embrionário (antes de 1972); o período modelador (1972 a 1987) e o período de desenvolvimento (a partir de 1987). Segundo os autores, o primeiro período teria como foco a disseminação do uso racional de recursos naturais, o segundo seria a busca pela definição do que seria o desenvolvimento sustentável, mas ainda sem indicações objetivas e operacionais e, por último, o terceiro que já traz metas e objetivos definidos para o desenvolvimento sustentável.

Paul (2008) cita a teoria elaborada pelo demógrafo e economista Thomas Robert Malthus em 1798, em seu ensaio “*An Essay on the Principles of Population*”, que trata dos primórdios do que seria conhecido futuramente como desenvolvimento sustentável, abordando sobre o crescimento da população superior ao crescimento da produção de alimentos. Ele acreditava que o crescimento geométrico da população e no crescimento aritmético da produção de comida, o que levaria parte da população no futuro à falta de alimentos. Suas previsões deram errado ao não levar em consideração o avanço tecnológico e o aumento substancial da produção de alimentos. Bruseke (1995) concorda com Paul (2008), e indica as contribuições do Clube de Roma para a disseminação dos conceitos de desenvolvimento sustentável, mas salienta que os próprios integrantes do clube reconheceram a importância de pesquisadores anteriores que abordaram as consequências do crescimento populacional e industrial no longo prazo.

Teóricos malthusianos seguiram com a pesquisa sobre o tema após disseminação da teoria inicial proposta por Thomas Malthus. Um relevante marco na teoria sobre desenvolvimento sustentável foi o Clube de Roma. Cientistas, economistas e humanistas de dez países se reuniram em Roma em 1968 para discutir os desafios atuais e futuros que ameaçariam a espécie humana. Chamado de Grupo de Roma, eles publicaram duas edições significativas com resultados das pesquisas (*The Limits of Growth* em 1972 e *Mankind at the Turning Point* em 1974), ambas chamando a atenção para a necessidade de mudança do comportamento humano no uso dos recursos naturais do planeta. As simulações computacionais realizadas por técnicos do MIT (*Massachusetts Institute of Technology*) publicadas no livro “*The Limits of Growth*” indicaram o consumo das energias não-renováveis, o aumento do preço das commodities, e o crescimento exponencial da população e das indústrias, o que geraria elevação do preço das commodities (Paul, 2008; Klarin, 2018).

Lira e Fraxe (2014) expuseram sobre o contexto mundial que rodeava o desenvolvimento da sustentabilidade a partir dos anos 60. Durante a segunda metade do século XX, os autores apontaram os conflitos entre países ricos e os menos favorecidos e a necessidade de apoio econômico para que os últimos pudessem implantar o desenvolvimento sustentável. Há de se apontar que a origem da sustentabilidade acontecia em cenário de crises ideológicas (conflito EUA x Rússia durante a Guerra Fria), Crise do Petróleo na década de 70, e crescimento da globalização.

Nesse contexto, pode-se apontar que a sustentabilidade precisaria de apoio e financiamento para que todos os países pudessem implementar práticas sustentáveis, sob pena de essas ficarem restritas às nações desenvolvidas. A necessidade de desenvolver novos processos demandaria

tempo, conhecimento e investimentos disponíveis, aos quais os países emergentes não tinham acesso. Infere-se que essa seria a razão pela qual até a década de 80, medidas para o fortalecimento do desenvolvimento sustentável ficaram restritas apenas aos países mais ricos.

Os resultados obtidos nos anos seguintes à assinatura da Declaração de Cocoyok em 1974, com participação da UNCTAD (Conferências das Nações Unidas sobre Comércio-Desenvolvimento) e do UNEP (Programa de Meio Ambiente das Nações Unidas), e pela produção do Relatório Dag-Hammarskjöld em 1975, que contou com a participação de pesquisadores e políticos de 48 países, além do UNEP e mais treze organizações da ONU, são considerados insatisfatórios por estudiosos de várias nacionalidades, e por isso, novos grupos são formados para debater e propor soluções. Em 1987, após a edição do relatório, cujo título é *Our Common Future*, elaborado pela ex-primeira ministra norueguesa Gro Harlen Brundtland, que presidiu a Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (CMMAD), surge a proposta de se aliar o desenvolvimento econômico com a proteção ao meio ambiente, o que foi chamado de Desenvolvimento Sustentável (Bruseke, 1995; Nascimento, 2012).

Segundo Lira e Fraxe (2014), o relatório citado acima, também conhecido como relatório de Brundtland, chamou a atenção dos países ricos para o fato de que não adiantaria excluir os países menos favorecidos das ações que buscassem aliar o desenvolvimento econômico com o desenvolvimento sustentável. Ao incluir a visão transnacional sobre a degradação dos recursos naturais, levantaram-se questões relacionadas às questões sociais, como a pobreza, superpopulação e a desigualdade social vinculando-os à questão ambiental. A exploração da natureza seria, então, uma das poucas alternativas de sobrevivência para países que se encontravam em crise financeira (países que viviam com inflação alta naquela época), ou com baixos indicadores de desenvolvimento social.

As críticas em relação ao desenvolvimento sustentável tiveram início anos antes do lançamento do relatório Brundtland, quando pesquisadores criticaram os novos direcionamentos que os países pobres deveriam seguir para o crescimento econômico. Segundo Bruseke (1995) emergiram críticos ao discurso do desenvolvimento sustentável, dentre eles Robert Solow (1973 e 1974), prêmio Nobel em Economia, e Mahbud ul Haq (1976).

Nascimento (2012) cita que o desenvolvimento sustentável tem relação com a teoria de finitude dos recursos naturais apresentada por estudiosos, como é o caso de Robert Solow. Este autor indicou de forma inovadora que caberia ao próprio homem buscar alternativas para que os recursos naturais fossem preservados, e fossem desenvolvidos tecnologias e processos para este

fim. Outros estudiosos criticaram a proposta de desenvolvimento sustentável, indicando caminhos alternativos para a continuidade da humanidade e o desenvolvimento econômico, como, por exemplo, Herman Daly, que propôs em 1996 a situação estacionária, isto é, que a humanidade caminhará para o abandono do crescimento econômico, para que houvesse melhoria da qualidade de vida.

Segundo Bruseke (1995), o pesquisador Mahbud ul Haq argumentou que os países desenvolvidos insistiam na retórica do crescimento sustentável que deveria ser adotado a partir daquele momento por países pobres, após os países ocidentais, de forma oposta, utilizarem a forma de desenvolvimento industrial por décadas.

Em 1989, a ONU aprova a convocação da Conferência das Nações Unidas para Meio Ambiente e o Desenvolvimento, marcada para acontecer em 1992, no Rio de Janeiro, ficando este evento conhecido como Rio-92. A partir dali, foram assinados acordos relevantes com impacto mundial envolvendo o meio ambiente, economia e crescimento populacional, como o Protocolo de Kyoto e a Convenção da Biodiversidade e das Mudanças Climáticas (Nascimento, 2012).

Segundo Andrade e Costa (2008), no evento realizado no Rio de Janeiro, em 1992, não foram definidas metas objetivas para que cada país contribuísse com a redução da poluição. Essa função foi deixada para os protocolos seguintes. Na terceira Conferência das Partes (COP-3) em Kyoto, no Japão, em 1997, foi assinado o Protocolo de Kyoto, com o compromisso de redução de 5,5% de emissões de gases do efeito estufa (GEE) por parte dos 38 países desenvolvidos, tendo como base os níveis de 1990. Essa redução foi definida para o período entre 2008 e 2012. Embora os Estados Unidos (EUA) tenham se retirado do protocolo em março de 2001, alegando que as metas prejudicariam o desenvolvimento econômico do país, outros membros ratificaram internamente o acordo e, assim, foi alcançado percentual maior do que o mínimo (55%) de emissões de gases do efeito estufa dos países desenvolvidos. Cada país tinha uma meta diferente a ser atingida, dependendo da quantidade de GEE que emitia em 1990. O protocolo passou a valer a partir de 16 de fevereiro de 2005.

Em 2002, 20 anos após a Rio 92, houve outra reunião com mais de 190 representantes de países e da sociedade civil, com o objetivo de se avaliar o que havia sido feito até então. Mais uma vez, houve o reforço no compromisso do que se discutiu no evento anterior, e a proposta de se colocar em pauta desafios atuais ligados ao desenvolvimento sustentável e à erradicação da pobreza. (Agenda 2030, 2021)

Já em 2015, dois acordos entre diversos países foram estabelecidos em assembleias da ONU com o objetivo de se buscar e implementar metas para que houvesse a melhoria na qualidade de vida da população mundial: a Agenda 2030 e o Acordo de Paris. Ambos os acordos têm o objetivo de definição de metas para a melhoria na qualidade de vida da população mundial (ONU, 2024; Agenda 2030, 2024).

Destaca-se que a Agenda 2030 é um plano de ação com 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) e 169 metas que em conjunto favoreceriam a qualidade de vida para as próximas gerações. Essas metas abrangem questões financeiras, econômicas, educacionais, políticas e produtivas, englobando diferentes áreas que podem influenciar de forma positiva para a melhoria de vida da população, especialmente dos países subdesenvolvidos. Pela proposta, essas metas seriam um plano de ação para o período de 2015 a 2030 (Pacto Global, 2024; ONU, 2023). As metas são apresentadas na Figura 1.

Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no Brasil	
1	Erradicação da pobreza
2	Fome zero e agricultura sustentável
3	Saúde e bem-estar
4	Educação de qualidade
5	Igualdade de gênero
6	Água potável e saneamento
7	Energia limpa e acessível
8	Trabalho decente e desenvolvimento econômico
9	Indústria inovação e infraestrutura
10	Redução das desigualdades
11	Cidades e comunidades sustentáveis
12	Consumo e produção responsáveis
13	Ação contra a mudança global do clima
14	Vida na água
15	Vida terrestre
16	Paz, justiça e instituições eficazes
17	Parcerias e meios de implementação

FIGURA 1 – Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Fonte: Extraído do site das ONU (2023).

Especificamente sobre o Acordo de Paris, este veio em substituição ao Protocolo de Kyoto, tendo sido ratificado em 2017 por 147 países, incluindo o Brasil. O principal objetivo do Acordo de Paris é a redução da emissão de gases do efeito estufa, para limitar o aumento médio de temperatura global em 2°C quando comparado a níveis pré-industriais. Para isso, diversas metas

foram estabelecidas, envolvendo países desenvolvidos, menos desenvolvidos, sociedade civil, governos e empresas privadas (CEBDS, 2021).

A continuidade do crescimento econômico passa pelo desenvolvimento de alternativas que preservassem a qualidade de vida das próximas gerações, ou seja, o desenvolvimento sustentável seria um meio de se buscarem formas que não esgotassem recursos finitos. O consumo desenfreado de recursos naturais traz como consequência a extinção de materiais naturais essenciais para o ser humano. Nesse ponto, Andrade e Costa (2008) citaram a influência das mudanças climáticas no desenvolvimento econômico dos países desenvolvidos. Planejamentos para o desenvolvimento futuro não poderiam utilizar dados climáticos passados, já que tantas mudanças no meio ambiente estariam em andamento. O debate e as propostas de metas a serem atingidas em acordos internacionais seriam fatores necessários para a busca de alternativas para a preservação da vida.

Molina (2019) ensina sobre o uso de indicadores para a avaliação do desenvolvimento sustentável em diferentes mercados. A autora cita inicialmente que indicadores tradicionais, como o PNB (Produto Nacional Bruto), que têm como objetivo analisar o crescimento econômico de um país ou região, não avaliaria outras dimensões como social e ecológica. Para isso, outros indicadores foram criados e difundidos, a exemplo do IDH (Índice de Desenvolvimento Humano), do IPG (Índice do Progresso Genuíno) e do Pegada Ecológica, que foram destacados pela autora em sua análise como expoentes do crescimento da vertente sustentável no mundo. Esses indicadores associam variáveis econômicas com informações sobre qualidade de vida da população, aspectos sociais (criminalidade, expectativa de vida, lazer entre outros), e ambientais (esgotamento de recursos, poluição, danos ambientais entre outros).

Trazendo para dentro do contexto econômico, mais precisamente para as finanças corporativas, o assunto sustentabilidade ganhou ainda mais força a partir dos eventos citados, com a inclusão do papel das empresas na colaboração pelo desenvolvimento sustentável. Outro marco da sustentabilidade no cenário corporativo nacional ocorre em 2005, com a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na B3, seguindo modelo da Bolsa de Valores de Nova York, nos EUA, e da Bolsa de Johannesburg, na África do Sul, com a proposta de incentivar a adoção de práticas sustentáveis e a responsabilidade social corporativa em solo brasileiro (Lameira, et al, 2013, B3, 2023).

No Brasil também houve manifestação por parte de empresários para que a nova proposta de desenvolvimento fosse incentivada no meio empresarial. Nesse ponto, cita-se o papel de organizações, como o Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável (CEBDS), criado em 1997 por empresários na esteira das mudanças que a sustentabilidade trazia para o ambiente corporativo. Segundo o CEBDS (2023), a associação conta com 104 grupos empresariais com atuação no Brasil, os quais são responsáveis por 47% do PIB nacional, e sendo ela a representante no país da *World Business for Sustainable Development* (WBSD), que tem representação em 36 países.

Mesmo após décadas da proposta de adoção das práticas sustentáveis pelas companhias, há questionamentos, não apenas sobre o impacto nas firmas, mas também sobre os seus efeitos para a sociedade. Conforme Nossa, Dos Santos Rodrigues e Nossa (2017), a adoção das práticas sustentáveis em tese teria relação positiva com o desempenho financeiro das companhias, com efeito simultâneo e bidirecional, mesmo que no longo prazo. Mas como Peixoto et al (2016) apontaram, haveria também um direcionamento de recursos para a adoção de práticas sustentáveis, mas que deveriam ser devolvidos para os acionistas das empresas.

O debate sobre o desenvolvimento sustentável ganha ainda mais força no início deste século, envolvendo diferentes setores econômicos, políticos e produtivos, e nesse contexto surge o termo ESG. Segundo Gillan, Koch e Stark (2021) e o Pacto Global (2024), o acrônimo ESG foi criado em 2004 em um relatório desenvolvido em parceria de instituições financeiras, com o Banco Mundial, e com o Pacto Global chamado *Who Cares Wins*, (ou em português, Quem Ganha se Importa), em resposta ao chamado do então Secretário-Geral da Onu, Kofi Annan, sobre a integração do desenvolvimento ambiental, social e de governança nos negócios corporativos proposta à 50 CEO (*Chief Executive Officer*) de grandes instituições financeiras.

Após o breve histórico apresentado, verifica-se que o crescimento da importância do tema sustentabilidade ao longo das últimas décadas, com a coordenação da ONU e o alinhamento de países, pesquisadores, organizações e sociedade, para fortalecimento do debate e o alcance de metas a serem alcançadas pelos países ao longo do tempo.

Ainda que os resultados iniciais das ações em prol da sustentabilidade não tenham sido alcançados em sua totalidade, há de se ponderar que a iniciativa jogou luz sobre o tema, e direcionou pesquisas, recursos e ações na busca pela melhoria da qualidade de vida da população. Mas é preciso indicar também, que há críticas sobre a adoção das práticas

sustentáveis, no que se refere à objetividade, à eficácia e à formulação das características para uma organização ser considerada atualmente uma “Empresa ESG”.

Os questionamentos sobre sustentabilidade não são recentes, e incluem diferentes pontos. Nesse ponto há críticas pela utilização de recursos de empresas para adoção de medidas sustentáveis, ao invés de direcionamentos para ampliação dos lucros, ocasionando a expropriação dos acionistas (Peixoto et al, 2016; Guimarães, Peixoto & Carvalho, 2017) e sobre a materialidade dos comunicados ESG apenas para comunicação com os investidores (Larrinaga, 2023). Também há críticas sobre a aplicabilidade das práticas ESG sem o comprometimento real e efetivo com causas sociais e ambientais, lembrando que sustentabilidade não é novidade no meio corporativo, e a utilização do acrônimo ESG sem mudança de atitude não melhorará a vida da sociedade (Monzoni & Carreira, 2022). Há também críticas sobre a incoerência de atitudes e o uso de “slogans verdes” no mercado (Franco & Batista, 2024).

Assim, há uma inequívoca necessidade de busca de meios para a preservação ambiental e melhoria da qualidade de vida da população, especialmente nos países subdesenvolvidos. É notória a preocupação da sociedade em geral, e não apenas dos cientistas, sobre a degradação ambiental e da qualidade de vida da população nas próximas décadas. A teoria proposta no Século XVIII por Thomas Malthus sobre escassez de alimentos, o necessário alinhamento entre interesses empresariais, sociais e ambientais proposto no final do século passado por John Elkington, e mais recentemente o relatório do *Stockholm Resilience Institute*, publicado inicialmente em 2009 e, posteriormente, em 2015, que alertou sobre o ser humano estar vivendo fora de um espaço operacional seguro para 4 dos 9 limites planetários (mudanças climáticas, biodiversidade, mudanças no sistema terrestre e fluxos biogeoquímicos) (Monzoni & Carreira, 2022), confirmam historicamente que é cada vez mais urgente repensar o modo de vida, os meios de produção e a forma de consumo da sociedade.

Entretanto, críticas podem ter algum fundamento, ao chamar a atenção para a reflexão sobre tudo o que está sendo associado à causa ESG. Ao que parece, há um certo limite para a adoção de práticas sustentáveis dentro das corporações que realmente traga resultado para firmas e *stakeholders*. Talvez a análise e a definição de quais políticas e práticas sejam mais efetivas (pode ser que nem todas as práticas sustentáveis tragam resultados positivos para companhias e sociedade) atraiam a atenção de mais investidores e empresas para o mercado sustentável.

Após este histórico, são apresentadas, nos próximos itens deste capítulo, as relações dos temas estrutura de capital e internacionalização relacionando os desdobramentos das pesquisas com sustentabilidade dentro de finanças corporativas.

2.2.2 – Estrutura de Capital: de M&M às Pesquisas com Fatores Externos

A partir do estudo seminal de Modigliani e Miller (1958), que concluíram pela irrelevância da estrutura de capital na definição do valor das empresas (sob certas condições), e que o fluxo de caixa da companhia seria mais relevante nessa avaliação, foram desenvolvidas teorias sobre o endividamento corporativo. Em 1963, os autores publicaram outro estudo, corrigindo e estabelecendo as condições em que a conclusão do artigo anterior seria válida. A partir do primeiro estudo, o tema ganhou ainda mais atenção no meio acadêmico e passou a ser estudado por outros pesquisadores, corroborando, refutando ou incluindo novos fatores às conclusões de Modigliani e Miller (1958).

Oliveira (2018) citou em sua pesquisa, algumas teorias subsequentes que trataram sobre a relação da estrutura de capital com o valor das firmas: *Tradeoff Theory*, de Krauss e Lintzenberg (1973), a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976) e o *Market Timing* atribuída a Baker e Wurgler (2002). O objetivo de todas seria o de concluir pelo nível de endividamento ótimo das companhias (ou refutar esta ideia), para que fosse obtido o melhor desempenho financeiro possível. Alguns estudos e teorias são citados na Figura 2, mostrando a trajetória do estudo sobre estrutura de capital entre as décadas de 50 e 90.

AUTORES	DESCRIÇÃO DOS ESTUDOS/TEORIAS
Durand (1952)	Segundo o autor, haveria uma estrutura de capital ótima a ser buscada pelas empresas.
Modigliani e Miller (1958)	A estrutura de capital das empresas não afetaria o valor das mesmas, baseando-se em empresas dos setores elétrico e petrolífera dos EUA, e considerando fatores como isenção de impostos, igualdade de informações entre investidores e outros.
Jensen e Meckling (1976)	Consideraram o custo de agência (gastos com controle dos gestores e manutenção do direcionamento da empresa de acordo com os interesses dos proprietários) na definição da estrutura de capital da empresa. Desta forma, a redução do caixa disponível reduziria a possibilidade de desvio por parte dos gestores.
Myers e Majluf (1984)	Na teoria da <i>Pecking Order</i> proposta pelos autores, haveria a preferência pelo endividamento interno ao externo, o que faria a diferença na captação de recursos para projetos. Assim, primeiramente, deveriam ser utilizados os recursos internos, depois o financiamento com capital de terceiros, e por fim, a emissão de ações para investidores.
Titman e Wessels (1988)	Identificaram a técnica de Modelagem Estrutural Linear para apontarem os fatores que influenciariam no endividamento da empresa. Essa técnica trouxe avanços por considerar que cada empresa poderia identificar a melhor estrutura de capital considerando atributos próprios.

Harris e Raviv (1991)	Fatores determinantes da estrutura de capital de uma empresa: (1) teoria da agência, (2) teoria das informações assimétricas, (3) teoria <i>pecking order</i> e (4) teoria de fatores organizacionais e de disputa pelo controle corporativo.
Baker e Wurgler (2002)	Segundo Albanez (2014), a autoria do conceito do <i>equity market timing</i> seria atribuída aos autores Baker e Wurgler (2002), os quais buscavam identificar quando o índice <i>market-to-book</i> afetava a estrutura de capital por meio das emissões de ações, e efeitos ao longo do tempo.

FIGURA 2 - Alguns estudos/teorias sobre Estrutura de Capital e desempenho das firmas. Fonte: Elaborado pelo autor (2021), com base nos trabalhos de Perobelli e Famá (2002); Machado, Medeiros e Eid Junior (2010); Albanez (2012); Oliveira (2018).

O estudo de M&M lançou questionamentos sobre as diferenças que existiriam nos setores da economia e o contexto de cada país. A conclusão, embora muito questionada nas décadas seguintes, serviu como base para o desenvolvimento de diversos estudos relacionados ao endividamento das empresas, segundo Titman e Wessels (1988). Talvez essa seja a principal contribuição do estudo, ao abrir a oportunidade de se analisar o tema com diferentes pontos de vista e fatores.

A partir da década de 90, foram desenvolvidas novas pesquisas relacionando o endividamento das empresas a aspectos externos o que prosseguiu nas décadas seguintes, com estudos mais recentes a exemplo de Bernardo, Albanez e Securato (2018), Martins Noriller et al (2021) e Molina Queiroz et al (2022), mas ainda sem consenso sobre o assunto na literatura acadêmica. A opção pelo nível de endividamento viria de fora da empresa, como escolha por fatores ligados ao mercado ou à conjuntura macroeconômica, o que de certa forma faria sentido, visto que a decisão de se levarem projetos de investimento ou expansão adiante ou não, dependeria da expectativa de crescimento (ou retomada) do mercado, mesmo em ambientes de crise (ou pós-crise).

O foco do estudo passou a ser o de apontar os determinantes que poderiam ser analisados com maior precisão sobre os aspectos relacionados ao endividamento. Daí surgiram estudos relevantes como o de Harris e Ravi (1991), que levantou a proposta de outros pontos estratégicos que poderiam estar relacionados com a estrutura de capital. Segundo Oliveira (2018), os autores separaram os modelos de estrutura de capital levando em conta a organização industrial, em dois temas: 1) a relação entre estrutura de capital da firma e sua estratégia quando competem e 2) a relação entre a estrutura de capital da firma e as características de seus produtos ou insumos. Com isso, os autores apontaram como base de investigação, a premissa de que produtos e setores poderiam alterar o endividamento das empresas.

A análise dos fatores de endividamento das firmas brasileiras é amplamente exposta em pesquisas sobre o tema, como a de Perobelli e Famá (2002), Brito, Corrar e Batistella (2007),

Bressan et al (2009), Silva *et al* (2016), e Martins Noriller et al (2021). Quando se trata sobre a nova forma de captação de recursos pela emissão de títulos sustentáveis (ESG), poucos estudos são encontrados sobre o mercado brasileiro, ao contrário do que ocorre em outros mercados. A análise dessa possibilidade se faz necessária pelo interesse da sociedade, de companhias e governos na preservação ambiental e no desenvolvimento social. Prova disso é o crescimento expressivo nas emissões de títulos de empresas brasileiras conforme reportagem da Agência Brasil (2022), que cita relatório do Banco Central do Brasil informando que entre 2015 e 2019 foram emitidos US\$ 6 bilhões em títulos sustentáveis, e entre 2020 e 2021 foram US\$ 20 bilhões.

Apesar desse crescimento na emissão de títulos no Brasil, não foram localizados após revisão da literatura nacional estudos na quantidade e profundidade necessárias abordando o tema títulos ESG, especialmente no período após 2015, ano em que os acordos sobre sustentabilidade foram assinados junto à ONU.

A literatura acadêmica indica que a adoção de práticas que reforcem a relação da empresa com as práticas consideradas mais sustentáveis tenha redução no seu desempenho e valor de mercado. Isto ocorreria pela necessidade de a empresa aplicar recursos em atividades ou processos sem que haja o interesse em retorno financeiro. Daí, entende-se que a sustentabilidade seria contrária ao desempenho das firmas, por utilizarem recursos escassos para projetos que trariam benefícios à longo prazo, como na melhoria de processos, e até de forma intangível, como na imagem da firma no mercado. De qualquer forma, haveria um desalinhamento com o interesse de retorno financeiro, que seria o interesse principal dos acionistas (Lameira et al, 2013).

Yuen et al (2022) cita esse contraponto de interesses quando menciona sobre ASG e o tema governança corporativa no mercado bancário. Segundo os autores, para obterem lucratividades maiores, os bancos precisariam de investimentos mais arrojados, e que nem sempre estivessem fortemente relacionados com a temática ASG. Dessa forma, a adesão às práticas poderia ir contra o interesse do acionista, uma vez que a empresa utilizaria fatores ou características subjetivas para definições de alocação de capital.

Mas, então qual seria a vantagem em aderir às práticas sustentáveis, já que há indicativos de redução do retorno ao acionista? Segundo Yuen et al (2022), a adoção de práticas ASG pode reduzir o retorno aos acionistas no curto prazo, mas, no longo prazo, essas práticas podem reduzir o efeito de crises externas nas finanças corporativas e, com isso, trazer maior

confiabilidade (reputação) das empresas, elevando retorno para acionistas no longo prazo. De forma geral, o alinhamento das empresas com interesses na melhoria da qualidade de vida da população pode trazer benefícios para todos os *stakeholders*.

2.2.3 – Vantagem competitiva e Sustentabilidade

Segundo a teoria da vantagem competitiva de Porter, empresas teriam vantagem sobre concorrentes ao utilizar estratégias ou habilidades desenvolvidas por elas para demonstrar valor ou eficiência para o mercado. Essa análise recebeu posteriormente a contribuição de Edith Penrose no final da década de 50, quando considerou também o aprendizado organizacional adquirido pelas empresas ao longo do tempo. Penrose, discorreu sobre a teoria conhecida como Visão Baseada em Recursos (VBR), e destacou a capacidade que organizações teriam de se estruturar internamente para se diferenciarem no mercado, não estando sujeitas apenas às influências externas (Kretzer & Menezes, 2006).

Barney (1991) identificou que o estudo de variáveis externas também seria uma fonte relevante de informações para as decisões dos gestores. Por isso, foi além da teoria de Porter, ao considerar a empresa como agente e, com poderes para influenciar no mercado de forma ativa.

Alinhada com a ideia de que a empresa poderia atuar de forma decisiva, há a proposta da *Pecking Order Theory*, que foi difundida por Myers e Majluf (1984), e tem como seu pressuposto que seria melhor para a empresa seguir uma ordem na utilização de recursos financeiros, começando pelos recursos próprios, seguidos pelos recursos bancários e, por fim, com a captação por meio da emissão de ações no mercado de capitais.

A utilização de recursos próprios garantiria à empresa maior velocidade nas propostas de aquisição, expansão ou investimentos a serem realizados. Entretanto, esses recursos retidos estariam em desacordo com o contrato firmado com os acionistas de maximização dos seus recursos (Guimarães, Peixoto & Carvalho, 2017).

Mas, quando se considera a temática sustentável, que ganhou força nas últimas décadas no Brasil, haveria prejuízo para os acionistas, quando os gestores utilizam recursos para a estruturação dos critérios dessa temática dentro da empresa? E pela teoria de Edith Penrose, poderia haver uma evolução na gestão quando há a adoção de práticas sustentáveis, elevando a eficiência e o dinamismo das corporações, com práticas atuais de gestão?

Neste ensaio sugere-se a proposta de ganhos de eficiência e eficácia ao se apoiar a gestão à temática ASG. Isso, pois, como já foi citado, haveria em teoria um ganho de produtividade para

empresas que aderissem à temática sustentável, com retorno para acionistas no longo prazo. O avanço na utilização de linhas de financiamento seria então uma forma de diferenciação e criação de vantagem competitiva relevante na definição de estratégias e linhas de ação a serem seguidas pelos gestores de empresas (Kretzer & Meneses, 2006).

O engajamento de empresas com causas ambientais tem crescido nos últimos anos e há cada vez mais pesquisas analisando esse comprometimento das companhias com as causas sustentáveis. Porta, Kruger e Mazzioni (2023) realizaram levantamento das 692 empresas de 15 países que aderiram ao Pacto Global, a partir das declarações de progresso de cada empresa, e também de indicadores das firmas de cada país sobre os 17 ODS (Objetivos do Desenvolvimento Sustentável) firmados pelos países membros da ONU em 2015 na Agenda 2030. Os resultados mostraram que alguns objetivos precisariam de reforço no engajamento das empresas, mas também, que há outros objetivos com nível de comprometimento acima de 50% das firmas. A pesquisa mostra, então, o esforço de grandes corporações em prol do desenvolvimento sustentável.

Por sua vez, Aydogmus, Gulay e Ergun (2022) levantaram o questionamento sobre o impacto da adoção de práticas ESG no valor e na lucratividade de empresas. Para a relação entre a lucratividade e os temas Ambiental, Social e Governança houve indicação de relação positiva, confirmando que a adoção de tais práticas favorece a firma. Os autores também concluíram pela relação positiva entre o valor da companhia e os temas Social e Governança, e negativa para o tema Ambiental. Uma das justificativas citadas pelos autores para a relação negativa seria a necessidade de maior tempo para que os investimentos em meio ambiente reflitam nos indicadores financeiros das empresas.

Ainda não há consenso sobre a influência da sustentabilidade no desempenho e rentabilidade das empresas. Por outro lado, há conclusões de estudos na literatura acadêmica que confirmaram a indicação da relação negativa entre a adoção de práticas sustentáveis e o Endividamento das empresas, como o de Peixoto et al (2016). Há também pesquisas que indicaram que a adoção de ações sustentáveis levaria à maximização dos recursos dos acionistas, uma vez que foram encontradas relações positivas entre o ganho financeiro para a empresa e a sustentabilidade. Pode-se citar, por exemplo, Lameira et al (2013), que encontraram relação positiva entre sustentabilidade e desempenho para empresas brasileiras.

As evidências encontradas no estudo reforçam a tese de que a adoção de práticas ASG pode influenciar de forma positiva em outras áreas da empresa, trazendo melhores resultados

financeiros para a firma. O estudo de Yuen et al (2022) sobre o setor bancário, por exemplo, com informações de 487 bancos de 51 países entre os anos de 2006 e 2021, indicou relação negativa entre aspectos da temática ASG e a lucratividade, já incluindo o período de pandemia do Covid-19 na análise. Mas ainda não há consenso na literatura acadêmica sobre o assunto, até pelo relativamente curto período de tempo em que a temática ASG se tornou foco de estudo.

A atenção sobre o tema ASG faz-se com que recursos sejam direcionados para empresas e mercados mais alinhados com essas práticas. O volume de recursos disponíveis, o crescimento na quantidade de pesquisas acadêmicas, o interesse do consumidor em adquirir produtos de empresas com “selo ASG”, entre outros motivos, fazem com que gestores busquem formas de aproximar a empresa do mercado. Entretanto, isso nem sempre acontece de forma honesta. Há gestores de companhias que tentam enganar o mercado com supostas práticas sustentáveis, sem que a empresa seja de fato alinhada ao tema. Essa prática é conhecida no mercado como *Greenwashing*, e há estudos indicando sobre essa atitude das empresas, como as revisões da literatura sobre o assunto de Valente et al (2023) e De Freitas Neto et al (2020). Nesse ponto, destaca-se também o estudo de Delmas e Burbano (2011), que já indicava o crescimento no número de propagandas de firmas que incluem a temática sustentável de forma errada e as formas que isso já ocorria há mais de 10 anos. Pode-se citar também o estudo de caso sobre uma empresa brasileira (JBS S.A) de Franco e Batista (2024), em que os autores verificaram divergência entre os aspectos operacionais e o que a empresa divulgava.

Pela atenção que investidores e consumidores passaram a direcionar para a temática ASG, empresas buscaram, ainda que de forma incorreta ou leviana, se adequarem às ações voltadas para causas ambientais, sociais e de governança. O foco neste caso seria mostrar uma vantagem competitiva para o mercado consumidor crescente e, ter acesso ao volume de recursos disponíveis para alocação em empresas desta linha de atuação. Mas a falta de regulamentações e normas internacionalmente aceitas que identifiquem de forma mais objetiva o que seriam práticas ASG ou não, torna ainda mais difícil o processo de avaliação para investidores e consumidores.

Considerando o cenário brasileiro sobre a nova vertente de títulos sustentáveis, o Brasil vem apresentando crescimento no volume de recursos por esta modalidade de títulos privados (Agência Brasil, 2022). Mas o mercado ainda necessita de normas, incentivos do governo e fomento de financiadores para seu crescimento, como aconteceu em outros países. Pesquisas sobre o tema no Brasil estão em crescimento, como o de Mantovani, Cassajus e Takaasi (2021), que realizaram a análise da proporção de títulos sustentáveis e endividamento total das

empresas brasileiras, com baixa participação dessa forma de captação. Corroborando os referidos autores, Yamahaki *et al* (2019) indicaram também as dificuldades para o desenvolvimento do mercado de títulos sustentáveis no Brasil, que passaria pela organização e incentivo por parte do poder público.

Os estudos internacionais também debatem sobre a necessidade de pesquisas sobre os mercados de títulos sustentáveis, seja pelos objetivos estabelecidos pelos governos no Acordo de Paris e na Agenda 2030, seja pelo interesse da sociedade na temática ASG. Na Figura 3 são apresentados estudos nacionais e internacionais sobre o tema ASG e a relação com diferentes variáveis, confirmando o interesse nesse assunto.

AUTORES	CONCLUSÕES
Gianfrate e Peri (2016)	Analisaram 121 títulos sustentáveis europeus e concluíram pela conveniência financeira em relação aos títulos convencionais. Vantajoso para emissores e para investidores no mercado secundário.
Tolliver, Keely e Managi (2019)	Direcionadores para o crescimento do mercado de títulos sustentáveis: políticas legais e institucionais que favoreçam o mercado de títulos sustentáveis.
Monk e Perkins (2020)	Concluem que economia sustentável precisaria de impulsionador financeiro, mas apontam a dificuldade para o setor bancário analisar e resultados de projetos com essa temática.
Lucia, Pazienza e Bartlett (2020)	Pesquisaram se as práticas ASG influenciavam no desempenho de empresas públicas na Europa e o impacto dessas práticas na Responsabilidade Social Corporativa. Combinaram técnicas de <i>Machine Learning</i> com estatística inferencial. Resultados indicaram relação positiva entre ASG e indicadores financeiros, e que práticas ASG fortalecem a RSC nas firmas pesquisadas.
Verga Matos, Barros e Sarmiento Miranda (2020)	Realizaram análise sobre influência do ESG na estabilidade da política de dividendos de 600 empresas europeias no período de 2000 a 2019, e concluíram que empresas mais sustentáveis apresentavam dividendos mais estáveis. Score mais alto de sustentabilidade tem relação com divisão mais igualitária de lucros e alinhamento da empresa com <i>shareholders</i> e <i>stakeholders</i> .
Aguiar e Carneiro (2020)	A relação entre desempenho social das empresas participantes do ISE se mostrou significativa entre as empresas do índice.
Medeiros (2021)	A apresentação de relatórios sustentáveis por si só não altera a relação de endividamento das empresas do setor elétrico. Mas os relatórios GRI (<i>Global Reporting Initiative</i>) já indicaram aumento na alavancagem.
Shackleton, Yan e Yao (2022)	Investigaram sobre o desempenho social e ambiental (AS) de empresas e o retorno do mercado de ações, e concluíram que quanto pior o retorno do mercado, maiores serão os esforços das empresas nessas áreas.

FIGURA 3 – Estudos sobre o mercado de títulos sustentáveis. Fonte: elaborado pelo autor (2023)

Ainda que haja o direcionamento de recursos para que tais ações sejam implementadas nas companhias, como citaram Sverner, Minardi e Moraes (2023), é preciso apontar também o equilíbrio nas atitudes de gestores ao considerar o interesse de diferentes atores (*stakeholders*) no contexto organizacional. A utilização excessiva e indiscriminada de recursos de acionistas para adequação à ASG pode ser uma forma de expropriação daqueles que investiram na empresa esperando por retornos financeiros no curto e médio prazo.

As conclusões dos estudos indicam a necessidade de mais pesquisas sobre o tema em diferentes mercados, especialmente os emergentes, como destacam Wang et al (2020) e Chen, Sensini e Vazquez (2021). As respostas das pesquisas em países desenvolvidos não poderiam ser aplicadas naqueles em desenvolvimento pela diferença no contexto macroeconômico de cada país. Mas e quando há empresas que operam em outros mercados fora do país sede, haveria diferenças?

2.2.4 – Internacionalização, Sustentabilidade e Endividamento

A dinâmica das organizações segue, em grande parte, por indicações vindas de fora da empresa. É de lá que gestores extraem ideias para a estruturação interna e a formulação de estratégias com vistas ao crescimento e à evolução da empresa. Nesse ecossistema, onde habitam as empresas, os concorrentes, os investidores, os consumidores e os reguladores (governos) são identificados futuros gargalos e oportunidades para as companhias. No atual cenário há a evidenciação de que práticas que visem à melhoria da qualidade de vida no presente e no futuro receberão mais atenção e mais recursos. Mas a atuação no mercado doméstico restringiria empresas no que se refere a mercados, fontes de financiamentos e tecnologias. Daí surge a alternativa pela internacionalização de empresas, como fontes de recursos e matérias-primas e ampliação do mercado consumidor. A Figura 4 é uma representação do que seria um *framework* teórico do ambiente onde empresas estão inseridas e das opções de internacionalização e da sustentabilidade.

Na Figura 4 evidencia-se ainda a demanda da sociedade por maior participação das empresas na melhoria da qualidade de vida das pessoas, e por isso são cobradas ações das firmas nesse sentido. Empresas em busca de melhores desempenhos, ganho de imagem, acesso a novas formas de captação de recursos em condições vantajosas, ou aumento dos lucros poderiam optar pela emissão de títulos ASG, entre outras possibilidades de financiamento (por exemplo, debêntures sem vínculo com práticas ESG, emissão de ações no mercado de capitais ou financiamento bancário). Esses recursos poderiam ser captados no mercado doméstico ou em outros países. A utilização desses títulos como fonte de financiamento pode beneficiar não apenas a empresa, mas também a sociedade em geral, visto que os recursos captados são direcionados para projetos específicos ligados à temática ASG. Com o interesse da sociedade, outras empresas podem aderir a estas práticas, reforçando o conceito, ampliando os benefícios para a sociedade, e atraindo mais investimentos para a temática sustentável.

A internacionalização oferece a oportunidade de a empresa explorar novos mercados, em busca do crescimento das receitas brutas, e bem como avanço na sua gestão interna, que é necessária quando reestruturações são efetivadas (Kretzer & Menezes, 2006)

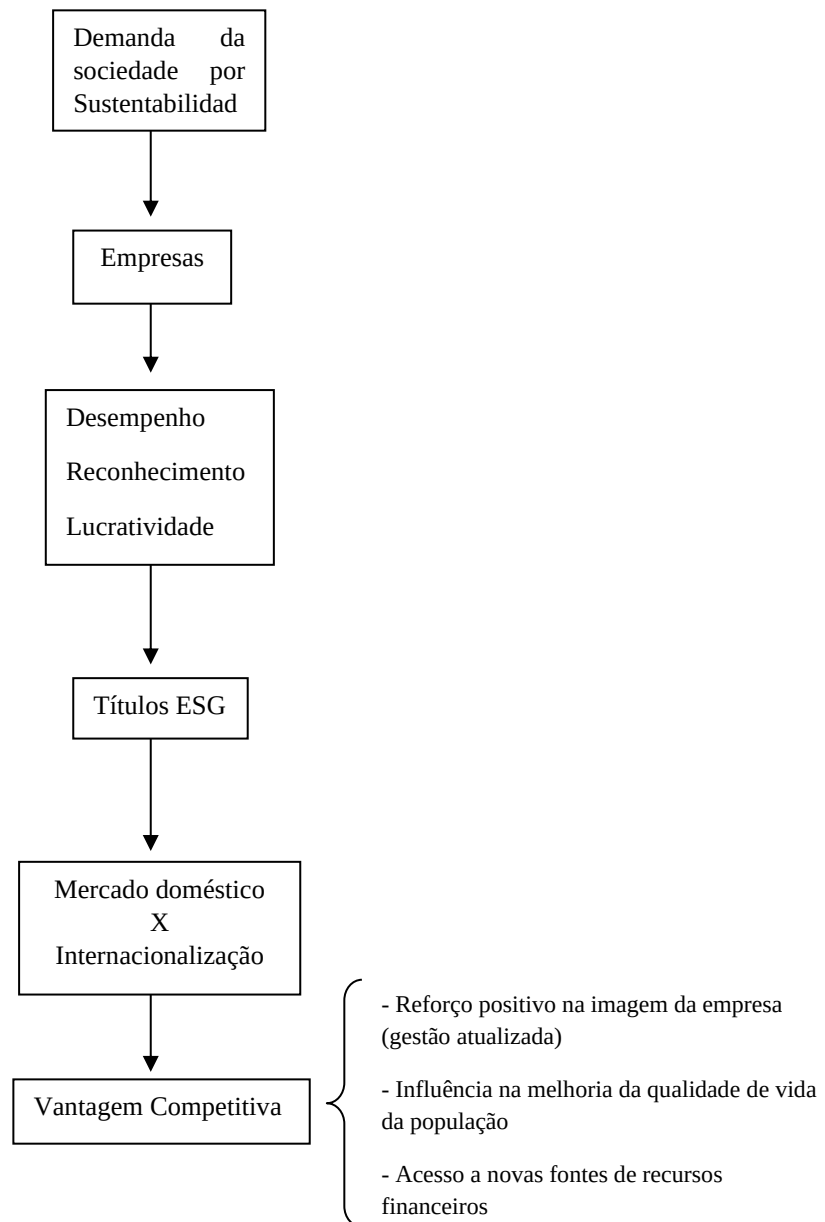


Figura 4 – *Framework* teórico com interação entre Sustentabilidade, Títulos ESG e Internacionalização. Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

Os efeitos da internacionalização de empresas multinacionais têm como marco relevante o Modelo de Uppsala, proposto por Johanson e Vahlne (1977) e revisado por Vahlne e Johanson (2017) no aniversário de 30 anos do modelo. Se antes as empresas tinham a intenção de exportar o modelo de produção, no estudo recente, os autores indicam a exportação do modelo de negócio.

Segundo a teoria *Upstream-Downstream* proposta por Kwok e Reeb (2000), o país de origem e de destino da internacionalização faria diferença no endividamento da empresa. A utilização dessa estratégia de acesso a mercados mais desenvolvidos abriria a oportunidade de empresas nacionais conseguirem linhas de crédito mais acessíveis. A competição nesses mercados costuma ser mais acirrada, já que são mercados mais maduros, com consumidores mais informados e concorrentes preparados para atender a demanda local.

Stal (2010) explicou sobre a dificuldade que empresas de produtos originários de países emergentes têm ao competir com seus pares em países desenvolvidos, apesar de alguns casos brasileiros de sucesso. O uso de novas tecnologias facilita o crescimento de organizações ao proporcionarem uma vantagem estratégica frente aos concorrentes. Mas a falta de acesso a recursos para o desenvolvimento de pesquisas e inovações em países menos desenvolvidos faz com que companhias optem pela cópia ou reprodução de tecnologias já disponíveis no mercado, segundo a autora. Diante de custos internos de produção e exportação, além de barreiras de importação nos mercados desenvolvidos para produtos de países emergentes, há também a opção do investimento direto no exterior.

Ainda segundo Stal (2010), a alternativa de migrar a produção de bens para outras plataformas em mercados mais desenvolvidos, traz a oportunidade de acesso as melhores tecnologias, aprimoramento da gestão, ampliação do mercado consumidor, redução de custos com o ganho de escala, e competição com líderes de mercado. Aqui indica-se a evolução na gestão empresarial, quando a empresa que opta pela internacionalização precisa considerar cenários e fatores políticos, financeiros e culturais de outros países além do seu de origem para a formulação de estratégias e processos.

Estudos nacionais sobre o processo de internacionalização não são recentes, e já abordaram diferentes aspectos sobre o processo de exploração de mercados externos, a exemplo de Pereira (2013) que estudou o efeito da internacionalização na estrutura de capital e de propriedade de empresas latino-americanas; Platchek et al (2013) sobre o grau de internacionalização e o desempenho exportador de empresas têxteis de Santa Catarina, e, mais recentemente, de Floriani et al (2023), que verificou sobre a velocidade da internacionalização e a longevidade de empresas brasileiras de base tecnológicas (EBTs). Outra linha de estudo direcionou a atenção para o ingresso de companhias estrangeiras em mercados emergentes, o que também apresentaria suas dificuldades. Cita-se o estudo de Tourinho e Sheng (2017), que investigaram os modos de expansão de multinacionais no Brasil, considerando os aspectos regionais.

Primeiramente, a entrada de companhias estrangeiras seria por meio de aquisições de empresas nacionais, e depois de instaladas, por meio de investimento direto.

A questão da sustentabilidade é um tema que pode ser analisado em conjunto com a internacionalização. Quando variáveis desse tema são analisadas, os resultados de estudos não indicam a relação esperada de forma clara. Por exemplo, para Borsatto e Amui (2019) o resultado foi inconclusivo para a análise entre as regulamentações ambientais e o desempenho das empresas. O Grau de internacionalização poderia ter relação positiva ou negativa com o desempenho, além de ser modificado pelos fatores externos. Já para Nascimento et al (2020), houve a indicação de que a presença física de empresas no exterior teria relação significativa com a sustentabilidade empresarial.

Mais recentemente, Moskovitz et al (2023) realizaram estudo sobre a performance ESG, a estrutura de mercado e a eficiência corporativa no mercado brasileiro. Entre as conclusões encontradas pelos autores, há a indicação de que empresas com melhores desempenhos sustentáveis teriam melhor eficiência. Essa conclusão estaria alinhada com a teoria de avanço na gestão corporativa sugerida pelo trabalho de Edith Penrose, e reforçaria os benefícios quando há a opção pela internacionalização.

Estudos em outros países foram realizados relacionando o tema internacionalização e ESG, a exemplo de Hu et al (2023), que concluíram que a atuação no exterior favoreceria o desempenho ESG de firmas chinesas. Os autores levantaram a seguinte questão: para companhias de países exportadores, a atenção direcionada a aspectos ESG facilitaria a entrada em outros países, especialmente de mercados desenvolvidos, já que é cada vez maior a imposição de restrições a produtos originários de empresas que não seguem protocolos sustentáveis. Essa seria uma das dificuldades enfrentadas por empresas de países em desenvolvimento ao entrarem em mercados desenvolvidos.

Por fim, destaca-se que os efeitos da Globalização iniciada no final do século passado trouxeram ameaças e oportunidades para empresas transnacionais explorarem novos mercados, e parecendo essa estratégia de internacionalização ser cada vez mais promissora diante das facilidades atuais do comércio via internet, especialmente para aquelas firmas de base tecnológica. Inclusive, Floriani et al (2023) citaram sobre empresas *born-globals*, isto é, organizações que já entram no mercado externo desde a sua criação, ressaltando o quanto esta estratégia de atuar em diferentes mercados pode ser rentável.

Os estudos aqui apresentados indicaram que as decisões pela expansão além das fronteiras incluem diversas variáveis, que fazem com que o planejamento estratégico seja constantemente revisado. As teorias de Penrose e o Modelo de Uppsalla trouxeram pontos iniciais sobre a internacionalização e fomentaram estudos sobre o assunto em vários países. Oportunidades de captação de recursos e estruturação de processos internos da empresa ao optar por novos mercados estão entre estas variáveis. Por isso, o estudo da internacionalização ainda demanda atenção de acadêmicos para o desenvolvimento de pesquisas, bem como o interesse por parte de gestores e investidores, para decisões de longo prazo.

2.3 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este ensaio tem como propósito a discussão sobre os temas apresentados no contexto das novas demandas da sociedade por alternativas sustentáveis em relação ao endividamento e o desempenho de empresas brasileiras internacionalizadas. Os objetivos definidos pelos países nos eventos organizados pela ONU, no Acordo de Paris e na Agenda 2030, reforçaram a necessidade de medidas efetivas para a melhoria da qualidade de vida da população. O histórico apresentado evidenciou a relevância do tema sustentabilidade para o contexto mundial, e o desenvolvimento de pesquisas sobre financiamentos ASG parece ser um caminho para o impulsionamento deste mercado no Brasil. Espera-se que este ensaio sirva para a formulação de hipóteses e desenvolvimento de pesquisas sobre a relação entre meios de financiamento pela temática ASG e desempenho de empresas, especialmente, no Brasil.

O crescimento da sustentabilidade envolve questões políticas, financeiras, mercadológicas e de processo, e ao que parece, tende a crescer com a atenção da população ao tema. Os benefícios para a empresa, então, iriam além da financeira e de imagem, mesmo que no curto prazo haja investimento de recursos para a adequação interna para as novas premissas sustentáveis.

O estudo do endividamento e da internacionalização encontram um complexo cenário, em que empresas buscam melhores resultados diante do momento de forte restrição financeira, com a pandemia do Covid-19 decretada em 2020. A diversidade de possibilidades e o *trade-offs* nas relações de custo e benefício analisadas ganharam esse novo componente que afetou setores e mercados de formas diferentes. Aqui cita-se o entrelaçamento dos temas desenvolvimento econômico e sustentabilidade, e para a continuidade do crescimento na adoção das políticas e ações sustentáveis precisaria de meios de financiamento mais efetivos para que firmas de diferentes portes e setores possam adotar práticas sustentáveis em sua gestão.

Diante desse cenário apresentado mostrando a relevância do tema ao longo do tempo, é enfatizado o desenvolvimento de pesquisas que fomentem melhorias em três frentes: nas empresas, no ambiente e no mercado de títulos ASG.

Inicialmente, indica-se a adoção de critérios mais objetivos para avaliação de projetos, como por exemplo, o uso de indicadores ou índices (KPI), o que pode atrair mais recursos do sistema financeiro nacional para o financiamento de operações ligadas ao assunto ASG. Considerando as peculiaridades do contexto de cada projeto, estes indicadores tornariam as comparações entre os projetos de uma mesma companhia ou de companhias diferentes mais acessíveis para investidores e analistas. A decisão de alocação de recursos se tornaria mais objetiva, uma vez que os investimentos e os resultados esperados seriam verificados de forma mais clara. Adicionalmente, o uso de indicadores ainda serviria para inibir ações como o *greenwashing*, praticado por empresas ao tentarem sinalizar de forma enganosa a adesão às práticas ESG.

A utilização de indicadores econômicos/financeiros atuais para se medir a adequação de corporações que adotaram a linha ASG, parece insuficiente para a quantidade de possibilidades e de efeitos dessas práticas para as companhias. Como identificar ganhos sociais para a comunidade atendida pelas ações corporativas? Como contabilizar nos balanços contábeis os valores ou ganhos de ações ESG que as empresas já desenvolvem? Como comparar indicadores de empresas de setores diferentes? Estas, e outras perguntas, parecem ainda não encontrar respostas definitivas dentro das finanças corporativas atuais.

As opções sustentáveis utilizadas como fonte de captação se desenvolvem melhor em ambientes com maior organização e incentivo por parte do governo local, e além de mecanismos que garantam a segurança jurídica. Essas características ainda não são encontradas no mercado brasileiro, a ponto de o mercado de títulos sustentáveis alcançar níveis de captação à altura do PIB brasileiro. Cenário diferente é visto no exterior, onde em países como a China, o governo local incentivou fortemente o mercado de títulos sustentáveis. Estudos abrangendo o mercado europeu também são encontrados em grande quantidade e profundidade, indicando o interesse por lá de empresas e investidores sobre essa temática ASG. A teoria de evolução das empresas de Penrose parece fazer sentido nesse momento, com a inclusão de novos fatores do ambiente externo e que influenciam no ambiente corporativo interno, levando ao aprimoramento da gestão frente aos desafios do novo cenário.

Por último, o desenvolvimento de mercados com a temática ASG reforçaria a atenção de investidores e consumidores sobre a necessidade de alterações nos comportamentos de

consumo de produtos e investimentos, em empresas alinhadas com causas sociais e ambientais. Isso vem sendo feito de forma tímida no Brasil, devido à falta de ambiente, projetos e empresas claramente direcionadas para esta temática. A articulação das 3 partes (mercado, ambiente e empresas) pode impulsionar o direcionamento de recursos para este mercado ao longo dos anos no Brasil, incluindo também o país como ponto de destino de investimentos internacionais.

Diante do que foi exposto aqui, reforça-se que estudos sobre indicadores e oportunidades de investimento são necessários para o aprimoramento e o fomento do comércio de títulos privados sustentáveis no Brasil. Estudar e compreender melhor os fatores macroeconômicos podem ser relevantes para o aprimoramento e estruturação do mercado de capitais brasileiro, que ainda não conta com quantidade de investidores e recursos aplicados em bolsa de valores à altura de países desenvolvidos.

Dentro desse contexto de restrições de crédito e de mercado que impactaram todos os setores da economia ao mesmo tempo, nos próximos capítulos desta tese serão analisados a relação entre emissão de títulos sustentáveis e o desempenho financeiro, bem como sobre os títulos e o endividamento, mas com a inclusão de variáveis macroeconômicas.

CAPÍTULO 3: ESG e o Desempenho Financeiro em Empresas Brasileiras Internacionalizadas: Uma Aplicação da Regionalidade

3.1 – INTRODUÇÃO

3.1.1 – Contexto

Medidas que reduzam ou equilibrem os impactos ambientais, sociais e de governança, conhecidos no Brasil como ASG e no exterior como ESG (*Environmental, Social and Governance*), passaram a fazer parte do contexto mundial, tendo em vista a demanda da sociedade por ações efetivas de países e empresas com o objetivo de melhorar a qualidade de vida para a população hoje e nos próximos anos. Como exemplo mais específico desse objetivo, citam-se as metas de redução da poluição estabelecidas no Acordo de Paris de 2015, assinado e ratificado por diversos países, entre eles o Brasil (CEBDS,2021).

Estudos realizados sobre o tema sustentabilidade e os benefícios financeiros para as empresas na adoção de práticas sustentáveis são realizados no Brasil há alguns anos. Segundo Peixoto et al (2016), essas pesquisas ganharam força na década de 90, período em que houve a realização no Brasil de relevante evento internacional sobre sustentabilidade (conhecido como Rio 92) promovido pela ONU (Organização das Nações Unidas) na cidade do Rio de Janeiro, onde chefes de estados de vários países discutiram o tema sustentabilidade. Porém, ressalta-se que estudos sobre o tema já eram desenvolvidos em outros países.

Um outro marco da sustentabilidade no Brasil foi a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na B3 em 2005, indicando empresas que aderiram voluntariamente às práticas sustentáveis (Peixoto et al, 2016; B3, 2024). A partir daí, pesquisas nacionais foram desenvolvidas em maior quantidade e profundidade, tendo em vista a relação entre a participação neste índice e os indicadores financeiros de empresas com ações na bolsa de valores de São Paulo, a exemplo de Maia et al (2017), Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017) e Nascimento et al (2020).

Investimentos em projetos sustentáveis, com custos maiores para a empresa, não seriam desejáveis para a firma, pois poderiam reduzir a lucratividade. Em contraponto, o estabelecimento de políticas sustentáveis para a empresa poderia ter reflexos que iriam além da imagem, influenciando positivamente outras áreas da companhia além da financeira, trazendo benefícios para toda a sociedade, como preceitua a Teoria dos *Stakeholders* (Lameira et al, 2013; Nascimento et al, 2020). Entretanto, há pesquisas que não confirmaram que a entrada ou

a saída do índice ISE da B3 tenha influência positiva ou negativa na rentabilidade da empresa, como apontado no estudo de Maia et al (2017), o que pode indicar que a adoção ou não de práticas sustentáveis não teria relação com o retorno financeiro das empresas para os acionistas.

Quando o objeto de estudo se refere à relação entre o endividamento e o desempenho de empresas que aderiram ao ISE da B3, há estudos realizados no mercado brasileiro, como os de Peixoto et al (2016), Lameira et al (2013) e mais, recentemente, Aguiar e Carneiro (2020). Quanto às práticas ASG, há questionamentos sobre o impacto dos gastos com a adesão da empresa, influenciando nos resultados financeiros das companhias e, no retorno aos investidores. Uma das formas de captação de recursos para essas empresas que aderem à temática ASG se dá pela emissão de títulos privados sustentáveis, chamados de ambientais, sociais e de governança. Aqui neste estudo os títulos serão chamados de sustentáveis, e considerados em conjunto.

Estudos, como o de Wang *et al* (2020), analisaram sobre a viabilidade da adoção das práticas sustentáveis, tendo como impulsionadores o alcance do objetivo do acordo de redução na emissão de carbonos e os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) firmados pelos países junto à ONU. Entre as alternativas de investimento disponíveis no mercado, a aquisição desses títulos seria um indicador de que empresas que valorizassem causas em benefício da sociedade teriam acesso a mais recursos no mercado. E do outro lado, empresas ofereceriam retornos maiores ou com regularidade para os investidores que alocaram seus recursos em empresas sustentáveis.

Um ponto relevante referente aos títulos, é que os mesmos podem ser emitidos em outros países de atuação e não apenas no país sede das empresas brasileiras, o que indica a possibilidade de internacionalização das companhias, com acesso a recursos em moeda estrangeira, que é mais forte que a moeda brasileira, e em mercados com maior disponibilidade de capital. Segundo Nascimento et al (2020), há outros benefícios da internacionalização, como acesso a novos mercados consumidores, alternativa de atuação quando um mercado estiver com ciclos econômicos desfavoráveis e busca de conhecimento, que justificam a expansão para outros países.

Nesse contexto, este capítulo tem a seguinte pergunta de partida para o desenvolvimento da pesquisa: *Qual é o impacto do uso de títulos sustentáveis como fonte de financiamento no desempenho financeiro de empresas brasileiras internacionalizadas?*

O objetivo aqui será de analisar a relação entre o desempenho financeiro das empresas brasileiras internacionalizadas, considerando o efeito da emissão de títulos sustentáveis como fontes de captação de recursos. Espera-se que os resultados confirmem a teoria sobre internacionalização ao demonstrar uma relação positiva entre a emissão de títulos sustentáveis no exterior e o desempenho financeiro de empresas brasileiras, corroborando os benefícios dessa nova forma de captação, conforme concluído por Busch e Friede (2018).

Este estudo avança na teoria ao pesquisar sobre sustentabilidade com as novas formas de captação de recursos, indicando os principais resultados sobre pesquisas que relacionem o endividamento com a temática ASG de firmas brasileiras internacionalizadas. Os efeitos positivos nas empresas e ao seu redor quando há a adoção de práticas ASG são esperados em outros temas, como na capacidade de inovação ambiental, conforme estudo de Rizzi et al (2024) ou na área de recursos humanos, como no estudo de Schleich (2022).

A análise da relação entre essa forma recente de captação de recursos, associada com formas de expansão do faturamento, a exemplo da internacionalização, ainda não foram estudadas com profundidade em mercados emergentes como o brasileiro. Isso se confirma pela pequena quantidade de estudos sobre o tema encontrados em buscas sobre o mercado nacional, a exemplo de Yamahaki et al (2020) e Gomes, Borsatto e Araújo (2022). Por isso, espera-se que as conclusões desta pesquisa contribuam para o debate acadêmico sobre a estrutura de capital, que tem como marco relevante a pesquisa de Modigliani e Miller (1958).

Além de considerar os benefícios para a sociedade quando há a adoção pelas organizações de aspectos sustentáveis, o desempenho financeiro das empresas brasileiras que optaram por essa forma de captação de recursos pode indicar um caminho para que outras firmas busquem essa alternativa, reforçando práticas positivas para o mercado. Investidores podem também utilizar as conclusões deste estudo quando realizarem a análise para alocação de capital. Governos e membros da sociedade civil também podem utilizar conclusões de estudos sobre os temas aqui pesquisados no debate para propostas de políticas públicas de incentivo às atividades econômicas que necessitam de mais atenção.

A ampliação dos estudos sobre essa nova forma de financiamento reforça a necessidade de empresas e governos buscarem e efetivarem políticas e regras para a demanda da sociedade quanto aos impactos de grandes corporações para a qualidade de vida da população hoje e no futuro. A implementação dessas regras pode tornar o mercado mais atrativo para investidores e empresas, e afastar firmas que tentem disfarçar a adesão de práticas sustentáveis, como forma

de mostrar forma de gestão atualizada. Esta prática de disfarce é conhecida como *greenwashing* (De Freitas Netto et al, 2020), a qual tenta mostrar ao mercado que a empresa adota práticas atualizadas de gestão, e compatíveis com pares do mercado. Essa sinalização nem sempre pode ser verdadeira, e há estudos (Franco & Batista, 2024) que questionam se empresas brasileiras estariam se utilizando desta sinalização enganosa ao mercado.

Acredita-se também, que o crescimento na quantidade e na profundidade das pesquisas reforçará o debate sobre a necessidade de se difundir e implementar medidas ligadas ao tema ASG em empresas brasileiras, contribuindo para a melhoria na relação destas com os *stakeholders*. Serão apresentadas conclusões e inferências sobre o desempenho de propostas de financiamento sustentáveis utilizadas por empresas brasileiras tendo em vista as metas do Acordo de Paris.

As sedes das maiores empresas brasileiras estão concentradas em capitais brasileiras, e algumas delas possuem, inclusive, escritórios regionais em outros países. Diante da expansão das práticas sustentáveis pelo país, este estudo também realizará a análise de companhias brasileiras com atuação internacional, mas que têm atuação em uma macrorregião no interior do Brasil. Para isso, foi realizada a investigação acadêmica da relação entre o desempenho de empresas com práticas ASG em regiões fora das capitais brasileiras, utilizando uma *dummy* para empresas com presença na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba. A escolha da macrorregião deu-se pela abrangência do programa de pós-graduação, o qual este estudo está vinculado.

A pesquisa está dividida nas seguintes seções: após esta introdução, é apresentado o referencial teórico com estudos sobre os temas propostos, sendo a metodologia utilizada neste artigo, a análise dos resultados, além das conclusões finais. Por fim, são apresentadas as referências utilizadas.

3.2 – REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta parte do trabalho são apresentadas pesquisas sobre os temas desenvolvidos nesta pesquisa. Os estudos apresentados servem como base para a apresentação das hipóteses da pesquisa, e identificação dos resultados esperados nas conclusões.

3.2.1 – Teorias da Agência e da Sinalização no contexto das Práticas Sustentáveis

Segundo Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017), pela teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) há um contrato estabelecido entre os gestores e os acionistas das empresas, para que os

primeiros defendam o interesse dos últimos dentro das companhias. Para que isso ocorra, são instituídos mecanismos de controle e monitoramento, além da política de benefícios a ser oferecida aos gestores em caso da maximização dos recursos dos acionistas. Estes mecanismos estão dentro dos conceitos de governança corporativa. Pela teoria, quando gestores que deveriam maximizar o retorno aos acionistas, não o fazem, estariam incorrendo em custos de agência ao não atenderem os objetivos para o qual foram contratados, o que é conhecido no mercado como expropriação dos acionistas. No contexto das práticas sustentáveis, ao aderirem ao mercado de captação sustentável, os gestores estariam reduzindo o lucro dos investidores, ao utilizarem recursos da empresa para adaptações e comunicações com o mercado.

Pela teoria da sinalização desenvolvida por Michael Spence em 1973 em seu artigo “*Job Market Signaling*”, e com aplicações em diversas áreas como educação, economia, finanças e psicologia, infere-se que gestores utilizariam a adoção de práticas ASG para comunicação com o mercado, chamando a atenção de investidores e consumidores para a empresa. Em situação oposta, a falta de informações sinalizaria resultados financeiros e operacionais negativos da companhia (Balbinotto Neto, 2023).

Esta sinalização ao mercado estaria alinhada com a assimetria informacional, uma vez que os gestores da empresa teriam acesso às informações que o mercado não teria. Neste sentido, conforme Silva Junior (2020) apontou em sua pesquisa, haveria o interesse na adesão à temática ASG para que investidores e consumidores tivessem conhecimento de que a empresa estaria utilizando práticas atualizadas com o mercado. A sinalização seria uma forma de redução da assimetria informacional, isto é, de comunicação com o mercado.

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) utilizaram a teoria da sinalização como *proxy* para empresas que se comprometeram com a responsabilidade social corporativa. Peixoto et al (2016) indicaram sobre o efeito sinalização quando pesquisaram sobre empresas que aderiram ao ISE. Dalmácio, Rezende e Dos Santos (2021) utilizaram a participação no índice de governança corporativa da B3 como forma de redução da assimetria informacional. E Mazzioni et al (2023) pesquisaram a respeito dos efeitos da adoção das práticas ESG e adesão aos ODS na reputação da empresa e no valor de mercado, e concluíram que a adoção de ambos refletiu positivamente nos valores de mercado e na maior reputação corporativa e *market-to-book*. Esses e outros estudos reforçam sobre o objetivo da participação e divulgação de índices e práticas sustentáveis nesse processo para mostrar atualização e comprometimento com causas valorizadas pelos investidores.

Entretanto, é preciso identificar os casos da divulgação enganosa de práticas que empresas nem sempre adotam na prática. Esses casos ganharam o nome de “*greenwashing*”, isto é, “lavagem verde”. Companhias divulgam práticas sustentáveis que nem sempre realizam corretamente ou de forma completa com o intuito de vender mais caro seus produtos aos consumidores que apoiam a causa sustentável, e, dessa forma, conseguem obter maiores lucros (Costa et al, 2024). O termo *greenwashing*, surgiu na década de 90, e faz referência ao termo em inglês “*whitewash*” que se refere a esconder os erros de alguém, e assim, sair ileso de uma situação. A utilização do “*green*” passou a denotar “lavagem verde”, isto é, uma tentativa de empresas aparentarem ser ecologicamente corretas. (Abdala, Guzzo & Santos, 2010; Andreoli, Costa & Prearo, 2022)

Empresas que queiram sinalizar ao mercado que adotam práticas sustentáveis atualizadas utilizam do “slogan verde” e divulgam políticas e práticas, que nem sempre são realmente utilizadas na rotina interna. Em um exemplo de estudo de caso recente, Franco e Batista (2024) analisaram disparidades entre declarações públicas e operações concretas de uma empresa brasileira, a JBS S.A, retomando reportagens e peças publicitárias positivas e confrontaram com iniciativas de organizações ambientais contra a empresa, que se viu envolvida em escândalos de corrupção no final da década passada.

Há exemplos positivos de uso da sinalização ao mercado também, abordando casos que confirmaram ser coerentes com as divulgações sustentáveis (sinalizações) feitas por empresas brasileiras. Como no caso de Costa et al (2024) que analisaram informações e realizações das empresas Banco do Brasil S.A e Natura & Co. e concluíram que as empresas evidenciaram práticas que corroboram com o marketing verde divulgados. Os autores analisaram documentos e relatórios que confirmaram de forma transparente o alinhamento das companhias com a temática ESG.

A veracidade de informações divulgadas é difícil de ser verificada na prática, devido à grande quantidade de possibilidades de divulgações enganosas que empresas de setores tão heterogêneos e com consumidores diferentes podem apresentar. No meio acadêmico há estudos com propostas de se verificar objetivamente utilizando, por exemplo, o julgamento dos consumidores sobre essas práticas ESG, como a proposta de validação de escala de Andreoli, Costa e Prearo (2022). Essa é mais uma proposta para trazer mais objetividade para a análise de firmas por parte da sociedade.

3.2.2 – Sustentabilidade e Desempenho

As práticas sustentáveis são objeto de estudos no Brasil há quase duas décadas, mais precisamente, desde a criação do índice ISE na B3, em 2005. A partir daí, empresas nacionais puderam avaliar e optar voluntariamente em aderir ao índice. De lá para cá, várias pesquisas investigaram sobre o ganho de eficiência, as vantagens sobre o custo do endividamento, a performance financeira, e o aumento da lucratividade de empresas brasileiras que aderiram às práticas sustentáveis, a exemplo de Lameira et al (2013), Peixoto et al (2016), Maia et al (2017) e Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017). Em outros países, o estudo da relação entre sustentabilidade e desempenho também é analisada, e ao que parece, ainda sem consenso na literatura.

Busch e Friede (2018) sintetizaram estudos internacionais e teorias que indicavam relação positiva, negativa ou neutra entre os temas Desempenho Social Corporativo e Desempenho Financeiro Corporativo da seguinte forma: A Teoria dos *Stakeholders*, a Teoria da Visão Baseada em Recursos (em inglês RBV) e a Teoria Institucional teriam alinhamento com a relação positiva; os estudos de Levitt (1958) e Friedam (1962 e 1970) sobre a responsabilidade social da firma, bem como a teoria do portfólio de Markowitz são indicados como desvantajosos para a empresa, e por fim, a teoria do mercado eficiente de Eugene Fama é indicada como sendo de relação neutra.

Segundo Peixoto et al (2016) um importante marco sobre sustentabilidade é o *Triple Bottom Line*, proposto por Elkington (1998), e que diz respeito a atitudes corporativas que levem em consideração aspectos sociais, econômicos e ambientais. Benefícios estratégicos e financeiros advindos destas práticas seriam, então, esperados para as companhias, além é claro, dos benefícios para o meio ambiente e a sociedade como um todo. Há, portanto, uma clara tendência pela visão de longo prazo dentro desta temática. Apesar de estudos internacionais ainda não concluírem pelo consenso sobre a relação positiva ou negativa entre sustentabilidade e desempenho, a teoria indicaria que empresas que aderissem a essas práticas teriam melhor performance no mercado. Segundo indicou Busch e Friede (2018) haveria uma relação causal entre performance financeira e performance social/ambiental, isto é, o crescimento de um impulsionaria o outro, gerando um círculo de crescimento para ambos.

Estudos como o de Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003) que investigaram a relação entre sustentabilidade e performance e concluíram pela significância positiva, serviram de base para que outros estudos mais recentes investigassem o mesmo tema. Passados quase 20 anos do

estudo, Busch e Friede (2018) realizaram uma meta-análise de segunda-ordem com quantidade robusta de observações de estudos anteriores e confirmaram a relação positiva. Após as análises, os autores do segundo estudo concluíram que os primeiros estavam certos em indicar relação positiva.

Mesmo em mercados de capitais mais maduros, há evidências que corroboram a relação positiva entre sustentabilidade e rentabilidade, bem como entre sustentabilidade e lucratividade. O estudo de Okafor, Adeleye e Adusei (2021) identificou essa mesma relação quando analisaram 100 empresas tecnológicas dos EUA. Esse estudo ganha relevância por abordar empresas de um setor com rápida transformação tecnológica e em um mercado desenvolvido.

Estudos nacionais mais profundos sobre o desempenho das empresas sustentáveis também são indicados aqui, como o de Lameira et al (2013), de Yamahaki et al (2020), e de Gomes, Borsatto e Araújo (2022). Eles apontam o crescimento do interesse no assunto a partir da criação do índice ISE na B3 em 2005. A partir daí, com a alternativa dos títulos sustentáveis, houve maior interesse em pesquisar sobre o tema.

Em seu estudo, Lameira et al (2013) pesquisaram 205 empresas nacionais entre os anos de 2005 e 2009, e concluíram pelo ganho no desempenho financeiro de empresas que optaram pelas práticas dessa linha. A pesquisa de Yamahaki et al (2020) apontou as barreiras para o desenvolvimento do mercado de títulos sustentáveis no Brasil, citando a falta de estrutura no ambiente macroeconômico e a insegurança jurídica no país. Em outros países emergentes, quando houve incentivo do governo, o resultado foi a expansão do mercado de títulos privados.

Em relação aos estudos sobre títulos sustentáveis (ASG), é possível citar os trabalhos de Gomes, Borsatto e Araújo (2022) e de De Souza Macedo et al (2022). O primeiro estudo investigou a performance de empresas que emitiram esses títulos no Brasil. Para a pesquisa, os autores usaram uma variável *dummy* para identificar aquelas companhias que emitiram os títulos sustentáveis no país, e concluíram que a emissão não influenciou no desempenho das companhias. No segundo, os autores verificaram sobre o impacto da adoção de práticas ESG no valor e no custo de capital, confirmando relação positiva com o valor da empresa, e relação negativa com o custo de capital.

Em outros países, também há pesquisas recentes que abordaram a temática sustentável. Por exemplo, no mercado francês, Achour e Boukattaya (2021) investigaram a relação entre desempenho e a adoção da responsabilidade social corporativa. Os resultados indicaram relação positiva entre as variáveis, tendo sido analisadas 120 empresas francesas entre 2008 e 2017.

AUTORES	PRINCIPAIS CONCLUSÕES
Velte (2017)	O autor analisou o efeito concentrado e em separado dos componentes ambiental, social e de governança (ASG) no desempenho financeiro de empresas alemãs. Com 412 observações do período entre 2010-2014, e concluíram que o componente governança tem o impacto no desempenho financeiro em comparação com os outros 2 componentes.
Rajesh & Rajendran (2019)	Os autores identificaram relação significativa entre indicadores independentes relacionados à ASG de companhias globais e a performance sustentável das firmas. Foram utilizadas informações entre 2014 e 2018, e o método utilizado foi regressão dos mínimos quadrados parciais com o <i>software</i> Smart PLS 3.0. Quando observados os fatores em conjunto, os resultados apontaram para relação significativa.
Lucia, Pazienza e Bartlett (2020)	Os autores pesquisaram que práticas ASG em empresas públicas europeias influenciam no desempenho das empresas, tendo sido utilizadas a estatística inferencial (regressão logística) e técnicas de aprendizado da máquina (<i>machine learning</i>). Entre as conclusões, eles identificaram relação positiva entre as variáveis.
Naeem, Ullah e Jan (2021)	Os autores investigaram o impacto de práticas ESG na performance de empresas de países emergentes. Utilizando dados de 1042 empresas de países emergentes, eles observaram relação positiva entre práticas ESG e o desempenho das firmas.
Tahmid et al (2022)	Os autores analisaram o efeito da adoção de práticas ESG no valor e no desempenho de 180 empresas de 10 setores econômicos de 22 países. Concluíram que a adoção favorece o desempenho e o valor das companhias.
Chen & Xie (2022)	O estudo com informações de empresas não financeiras no período entre 2000 e 2020, com a técnica dif-in-dif concluiu pela relação positiva entre a disponibilidade de informações ASG e o desempenho financeiro das companhias. Outras conclusões são as publicações sobre se as práticas ASG atraem investidores ASG, e se estes investidores tem significância positiva entre ASG ratings e desempenhos financeiros.
Aydogmus, Gulay & Ergun (2022)	Realizaram análise entre o desempenho e os ASG Scores da LSEG em conjunto e separadamente. Com o ASG em conjunto houve significância positiva com a lucratividade, indicando que o investimento conjunto em fatores ASG que impulsionam o desempenho das empresas, favorecem a rentabilidade e o valor das companhias.

FIGURA 5. Estudos internacionais sobre títulos sustentáveis e desempenho. Elaborado pelo autor (2024)

Outros estudos internacionais desenvolvidos recentemente abordando as temáticas desempenho e títulos sustentáveis são apresentados na Figura 5. Entre eles está o de Chen e Xie (2022), que utilizaram *scores* ASG das empresas extraídos da base da Bloomberg® como variáveis para os

modelos econométricos. *Scores* ou *ratings* como esse, permitem uma visão unificada dos diversos meios de comunicação utilizados pelas empresas perante o mercado, sinalizando a adoção de práticas sustentáveis por parte da companhia.

Wang *et al* (2020) apontaram o potencial e o crescimento do mercado de títulos sustentáveis, em especial o chinês (maior do mundo em 2018), que são incentivados pelo governo daquele país, e que favoreceram o crescimento acelerado nos últimos anos. Resultados positivos e robustos dos títulos sustentáveis em relação aos títulos convencionais foram identificados. Os autores também citaram que estudos em países desenvolvidos e em desenvolvimento apresentariam diferenças nos resultados, pois havia o conflito entre crescimento econômico e sustentabilidade para o segundo grupo de países.

Já Giraldez e Fontana (2021) discutiram sobre a emissão de títulos sustentáveis, salientando a inclusão de um indicador, conhecido como indicador de desempenho (na sigla em inglês KPI – *Key Performance Index*) a partir de 2019, para facilitar a análise pelo mercado.

Com o aprimoramento da gestão da empresa com a adoção de práticas ESG, estudos investigaram efeitos em outras áreas corporativas, como marketing e recursos humanos, como na pesquisa de Schleich (2022) e Ottero (2024).

A primeira autora investigou sobre políticas e práticas em recursos humanos mais utilizadas em empresas com melhores índices ESG no Brasil. A autora concluiu que grande parte das empresas já incorporou as políticas para o setor, mas ainda havia a necessidade da adoção de práticas de recursos humanos nas firmas, incluindo as áreas de saúde e segurança e voltadas ao treinamento dos trabalhadores. Desta forma, infere-se que os efeitos das práticas ESG na empresa, iriam além da área financeira, com implicações em outros setores, como recursos humanos e marketing, mas, assim como na área financeira, ainda pouco explorado pela literatura acadêmica. Ottero (2024) também estudou o impacto das práticas ESG nas estratégias de marketing das companhias, com a busca pelo fortalecimento da imagem das firmas junto aos stakeholders, além de apresentar estudo de caso sobre uma empresa que adotou a comunicação com essa temática.

Concluindo, como visto pelos estudos citados, a temática ASG vem sendo abordada em vários mercados, e com conclusões diferentes sobre a relação entre sustentabilidade e desempenho. No mercado brasileiro ainda são poucos os estudos que trouxeram abordagens empíricas com indicadores e dados financeiros sobre o mercado nacional. Mas assim como no mercado externo, há indicações de que a adoção de práticas sustentáveis favoreceria o desempenho das

empresas. Sendo assim, após a apresentação dos estudos sobre desempenho e sustentabilidade, é apresentada a primeira hipótese deste estudo:

H₁ = Há uma relação positiva entre a emissão de títulos sustentáveis e o desempenho financeiro das empresas brasileiras.

Considerando artigos como de Orlitzly, Schmidt e Rynes (2003), Lameira et al (2013) e Busch e Friede (2018), espera-se que haja uma relação positiva entre o endividamento das empresas e a emissão de títulos sustentáveis e a performance financeira, visto que o financiamento por meio dos títulos possibilitaria a realização de investimentos ou ajuste no fluxo de caixa, especialmente em períodos de retração econômica. A relação negativa inviabilizaria a emissão de títulos e o comprometimento da companhia com a causa sustentável, e não faria sentido para investidores alocarem seus recursos em empresas com desempenho inferior.

3.2.3 – Internacionalização

Neste item são apresentados estudos que buscaram analisar a relação entre os temas desempenho e o processo de internacionalização e regionalidade das empresas, destacando, assim, estudos que abordaram esses assuntos em pesquisas nacionais e internacionais.

Segundo Floriani e Fleury (2012), a opção pela internacionalização estaria ligada ao processo de desenvolvimento da gestão da empresa, como proposto por Edith Penrose. Sendo assim, à medida que as empresas crescem no mercado local, há uma busca por novas fontes de faturamento. Esta teoria parece adequada, principalmente, quando se analisa do ponto de vista dos países emergentes.

Ribeiro, Serra e Bertolini (2016) parecem concordar com esta teoria, visto que apontam vantagens na internacionalização das empresas. Eles citaram a receita de vendas obtida em países desenvolvidos atrelada a uma moeda mais forte do que a do país de origem bem como a necessidade de aprimoramento constante em todos os processos da empresa, tendo em vista a forte concorrência nos países desenvolvidos e a obtenção de conhecimento atualizado, entre outros benefícios da atuação em outros mercados.

Costa e Gambetta (2016) também corroboram a tese de que a internacionalização das empresas brasileiras foi uma forma bem sucedida de ganho de competitividade para as firmas, ao longo do processo de globalização. As empresas obtiveram acesso a custos menores, maior oferta de mão-de-obra e tecnologias mais atualizadas nos mercados mais desenvolvidos, o que trouxe vantagens competitivas para as firmas nacionais.

Kretzer e Meneses (2006) explicaram sobre a teoria de Edith Penrose, que colocava a empresa e suas características internas como fator determinante para a definição das estratégias corporativas. A teoria desenvolvida por Penrose na década de 50, chamada de Visão Baseada em Recursos (VBR), caracteriza as forças internas da empresa como impulsionadoras para o alcance dos objetivos estratégicos, e discordava da teoria anterior que identificava a empresa como sujeito passivo sobre os movimentos do mercado. Sob este ponto de vista, há uma necessidade de desenvolvimento interno das firmas para a continuidade do seu crescimento, especialmente quando há a perspectiva de atuação em outras regiões e países. Este desenvolvimento envolveria a gestão de finanças, de recursos humanos e de processos, e levaria a firma a atender a demanda de consumidores com outras culturas e, muitas vezes, em um ambiente mais competitivo.

O processo de busca de novos mercados já é estudado na academia há pelo menos quatro décadas, mais precisamente, quando houve a proposta do Modelo Uppsala, pelos autores Johanson e Vahlne (1977). De lá para cá, novas propostas de pesquisa sobre o tema surgiram, verificando a relação entre internacionalização e fatores da empresa, dos países de origem ou destino ou com temáticas atuais de sustentabilidade. Estudos sobre o mercado brasileiro são apresentados na Figura 6, como exemplos das linhas de pesquisa desenvolvidas recentemente.

Ainda que este assunto não seja novo na literatura acadêmica brasileira, visto que já foram desenvolvidas pesquisas como as de Pereira (2013), de Ribeiro, Serra e Bertolini (2016), e de Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018), há muito o que se pesquisar quando temas são associados à internacionalização, especialmente, em se tratando de mercados emergentes como o brasileiro. De fato, há uma maior necessidade de pesquisa e adequação de práticas quando há o processo de entrada da empresa em outros países, já que há várias teorias ligadas ao assunto internacionalização.

Borini et al (2006) analisou sob a forma de prisma como estas teorias (teoria da internacionalização; teoria dos custos de transação; teoria do paradigma eclético; teoria da organização industrial; teoria do ciclo de vida do produto; teoria da vantagem competitiva; teoria da escola de Uppsala; teoria das redes industriais; e a teoria da *born globals*) estariam relacionadas com a perspectiva de entrada das empresas em outros mercados. Essa análise foi feita por meio de estudo de caso de uma empresa do setor de mineração (CSN), e serviu de exemplo da complexidade para a tomada de decisão sobre o processo do ponto de vista teórico.

Nesse sentido, a internacionalização das empresas na visão de Penrose teria relação com a vantagem competitiva a ser buscada pelas firmas, ao estabelecerem novos parâmetros de concorrência, e novos mercados a serem alcançados. A característica de multinacional seria, nesta visão, uma qualidade para a companhia, uma vez que investidores podem também avaliar o investimento em empresas com fontes de receitas em moedas estrangeiras.

AUTORES	CONCLUSÕES
Pereira (2013)	Pesquisou sobre os modos de entrada das empresas multinacionais e domésticas latino-americanas. Entre outras conclusões o modo de entrada seria significativo em relação ao endividamento de multinacionais, o que condiz com a teoria <i>upstream-downstream</i> .
Ribeiro, Serra e Bertolini (2016)	Investigaram se o tempo de experiência internacional anterior e a diversificação de negócios da empresa influenciariam no grau de internacionalização de multinacionais brasileiras. A conclusão indicou que a experiência não parece ter relação com o grau de internacionalização, e de forma diferente, a diversificação teria relação positiva com o grau de internacionalização.
Ribeiro, Pereira e Ribeiro (2017)	Com dados de empresas brasileiras para o período entre 2007 e 2011, os autores verificaram sobre a hipótese <i>upstream-downstream</i> com variáveis institucionais. Concluíram que independentemente do destino das empresas, há um maior endividamento das empresas.
Tourinho e Sheng (2017)	Modos de expansão de multinacionais estrangeiras no Brasil, considerando os aspectos regionais. Primeiro com aquisições de empresas nacionais, e depois de instalados, investimento direto.
Bansi (2017)	Práticas sustentáveis moderam a relação entre graus de internacionalização e desempenho. Há relação em U invertido, e divulgar a sustentabilidade teria relação positiva com o desempenho.
Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018)	Pesquisaram sobre o efeito do endividamento no desempenho das empresas brasileiras que se internacionalizaram. Concluíram pela relação estatisticamente significativa entre o endividamento e o desempenho das empresas.
Borsatto e Amui (2019)	Resultado inconclusivo para análise das regulamentações ambientais e o desempenho das empresas. O Grau de internacionalização poderia ter relação positiva ou negativa com o desempenho, além de ser modificado pelos fatores externos.
Nascimento et al (2020)	De acordo com os autores, a presença física de empresas no exterior teria relação significativa com a sustentabilidade empresarial.
Albuquerque Filho, Rocha Garcia e Vasconcelos (2024)	Investigaram a influência da internacionalização no desempenho de empresas brasileiras e europeias. Eles concluíram que a internacionalização tem efeito positivo para empresas europeias e negativo para empresas brasileiras.

FIGURA 6 – Alguns estudos nacionais recentes sobre Endividamento e Internacionalização. Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Apesar dos estudos já desenvolvidos sobre o mercado nacional, ainda há pontos a serem investigados, especialmente, sobre o efeito da internacionalização no desempenho das companhias. Há pesquisas sobre o efeito da internacionalização no desempenho de empresas multinacionais que concluíram pela relevância para a empresa, dependendo dos países de origem e de destino, e da base de dados utilizada, conforme Pereira (2013), Ribeiro, Pereira e

Ribeiro (2017), além de relação estatisticamente significativa, como concluíram Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018), Além disso, estudos com resultados indicando relação negativa entre desempenho e internacionalização de multinacionais de países emergentes também são encontrados na literatura, como no caso de Andrade e Galina (2013). Os autores da última pesquisa justificaram em suas conclusões a necessidade de tempo para adaptação de empresas a uma nova cultura e aos padrões de consumo do novo país de atuação.

Pesquisas sobre o tema sustentabilidade e internacionalização também foram realizados, mas sem levar em consideração as novas formas de captação com os títulos sustentáveis, a exemplo de Bansi (2017). Aqui nesta pesquisa foram tratados os efeitos da internacionalização, quando a empresa adere as novas práticas de sustentabilidade, com a emissão de títulos sustentáveis.

A captação de recursos para utilização em expansão para novos mercados também teria relação positiva com a emissão de títulos fora do país. Segundo a literatura acadêmica, a emissão de títulos em mercados mais desenvolvidos favoreceria a empresa, em virtude do acesso a condições mais favoráveis de financiamento (taxa de juros e câmbio poderiam influenciar), além de mostrar práticas de gestão atualizada para investidores internacionais (maior disponibilidade de recursos de investidores no exterior). Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018) identificaram relação estatisticamente significativa quando analisaram o endividamento em moeda estrangeira e o desempenho de empresas brasileiras, o que indicaria a relação positiva na opção da companhia em utilizar crédito captado em outros mercados. Mazzioni et al (2023) concluíram que as práticas ESG associadas com o engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estariam relacionados com a maior reputação corporativa e no valor de mercado, ressaltando o benefício da sustentabilidade das firmas que poderia ser aproveitada em mercados mais maduros.

Após a indicação de estudos sobre o tema internacionalização, é apresentada a seguir a segunda hipótese para análise:

H₂ = Há relação positiva entre as empresas brasileiras emissoras de títulos sustentáveis e a emissão destes títulos no exterior.

3.2.4 – Desconcentração Produtiva

A concentração histórica de empresas nos grandes centros das regiões Sudeste e Sul do Brasil é analisada em estudos, como nos de Oliveira e Soares (2014) e o de Pochmann e Silva (2020). Os motivos e as consequências dessa concentração são debatidos nessas pesquisas citadas e em outros estudos com fundamentação histórica e teórica em fenômeno com marco inicial que

antecede o Século XX, e com desdobramentos que levaram ao desequilíbrio social e econômico nas outras regiões do país.

Verificou-se que a partir da década de 80, o poder público direcionou esforços para o crescimento e desenvolvimento de cidades médias. Assim, com o crescimento e desenvolvimento dessas cidades em outras regiões menos desenvolvidas, pesquisas sobre o assunto ganharam relevância no meio acadêmico. (Brandão, 2004; Oliveira e Soares, 2014).

O estudo sobre as cidades médias tem suas peculiaridades, havendo critérios que consideram vários fatores para o desmembramento do tema, como apontado por Oliveira e Soares (2014). Como já citado, estas cidades, segundo os autores, verificaram robusto crescimento a partir da década de 80, com a migração de pessoas das regiões metropolitanas (aglomerações acima de 1 milhão de habitantes) para as regiões não-metropolitanas. Eles ainda ressaltam o papel integrador das cidades médias, ao serem consideradas centros de serviços e comércio de bens, com importante papel político regional, e que influenciaram a divisão do trabalho regional.

Brandão (2004) apontou fatores importantes para a concentração produtiva nas regiões Sul e Sudeste, como concentração logística, presença de infraestrutura básica e sistema educacional desenvolvido nestas regiões. Esses fatores justificaram o desenvolvimento de infraestrutura que mais tarde viriam a atrair empresas e suas cadeias de produção para regiões do interior do país. Oliveira e Soares (2014) citaram sobre a desconcentração produtiva na agropecuária, com investimento tecnológico no setor agrícola, levando a produção para regiões do interior.

Apesar da evolução sobre a desconcentração, há também estudos sobre o potencial de crescimento de regiões com potencial produtivo no país. Pochmann e Silva (2020) discorreram sobre o processo de concentração produtiva no país, relacionando o assunto com a desigualdade social (que antecede o processo de industrialização e trabalho assalariado). Os autores concluem sobre os benefícios econômicos e sociais da desconcentração industrial para a região Norte/Nordeste.

Acerca da evolução dessa desconcentração produtiva no Brasil nas últimas décadas, Monteiro et al (2020) citaram o progresso na migração de parte da indústria nacional para outras áreas fora da região Sul e Sudeste, embora os autores façam ressalvas nesse processo. Eles ressaltaram sobre a redução da relevância da indústria, e que a migração se concentra em atividades com pouca utilização de tecnologia e com predomínio de utilização de recursos naturais, e, que, mesmo assim, ainda há forte concentração nas chamadas aglomerações industriais no Sul e Sudeste.

Estudos realizados também chamaram atenção para o movimento de crescimento das cidades médias (com população entre 100 mil e 500 mil habitantes) com a metropolização (integração entre cidades formando uma região metropolitana) de áreas no interior do país. Staback e Lima (2023), por exemplo, citam o processo de transformação regional após a década de 70, quando o poder estatal influenciou para que houvesse a desconcentração produtiva, com consequências demográficas e sociais. Entretanto, há de se apontar também estudos que indicam sobre o efeito negativo da desconcentração produtiva para as grandes cidades, como o de Torres (2012) que citam a guerra fiscal entre cidades e a queda na quantidade de empregos na indústria no município de São Paulo.

Em pesquisa voltada para finanças corporativas, Tourinho e Sheng (2017) também citaram a desigualdade econômica e financeira entre as regiões do Brasil, indicando a concentração das grandes empresas nos grandes centros urbanos. Por este motivo, aqui será analisada a presença de unidades de grandes empresas na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, região do Programa de Pós-Graduação à qual este estudo está vinculado. Sendo assim, é apresentada a seguir a terceira hipótese desta pesquisa:

H₃ = Há relação positiva entre as empresas brasileiras emissoras de títulos sustentáveis e a presença de unidades das empresas na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.

3.3 – METODOLOGIA

Nesta parte do estudo são apresentados os procedimentos metodológicos desta pesquisa, além da base dados e modelos econométricos.

Pelas definições de Andrade (2004), esta pesquisa se classifica como descritiva, com a observação e a utilização de dados, mas sem a interferência do pesquisador sobre eles, e será de natureza quantitativa. Gil (2008) também a classifica como sendo descritiva, e ensina que as pesquisas deste tipo buscam a relação entre variáveis, sendo esta, uma característica marcante das pesquisas quantitativas em finanças corporativas.

3.3.1 – Base de Dados

Para o desenvolvimento da pesquisa foram utilizados dados secundários. A base de dados para a obtenção de informações foram: o Economática® para informações sobre empresas e setores, sites de empresas de consultoria e assessoramento sobre ASG, além de sites de institutos e órgãos de pesquisa com acesso público, para a coleta de resultados anuais e indicadores financeiros e econômicos.

Nesta pesquisa foram utilizadas informações de 231 empresas de todos os setores, exceto, do setor financeiro e de seguros por suas peculiaridades. Além disso, foram utilizadas informações financeiras para o período de 2015 a 2023. O ano de 2015 foi selecionado por ser o ano do primeiro título emitido por empresa brasileira.

Para a coleta de informações sobre emissões de títulos sustentáveis, optou-se pela consulta ao banco de dados da certificadora ERM NINT®, onde constam, entre 01/01/2015 e 31/12/2023, o total de 372 emissões de títulos sustentáveis por empresas brasileiras de todos os setores. A ERM NINT® é uma empresa privada de consultoria e avaliação ASG, sendo a maior da América Latina e Caribe, e que reúne e disponibiliza de forma pública as informações sobre os títulos já emitidos no Brasil. Essa empresa utilizou o nome Sitawi entre os anos de 2013 e 2021, quando mudou o nome para NINT. Em 2023, passou a fazer parte do grupo ERM Brasil, alterando novamente o nome, agora para ERM NINT®. Segundo o site da ERM NINT (2024), consta que a ERM® é a maior empresa de consultoria no mundo com foco exclusivo em sustentabilidade, e com mais de 50 anos de experiência no setor e escritórios em vários países, incluindo o Brasil, onde já contava com operações antes da aquisição da NINT.

As pontuações ASG utilizadas para a variável *Score* foram extraídas do site da empresa privada LSEG® (anteriormente chamada de Refinitiv®), que avalia publicações de várias empresas, e as classifica com uma pontuação de 0 a 100 para os aspectos: i) ambiental, ii) social, iii) governança e iv) total. O acesso a esse banco de *score* também é público.

Os valores dos títulos sustentáveis emitidos em dólar americano ou euro foram convertidos para real, com base na cotação do dólar Ptax do último dia útil do ano em que o título foi emitido pela empresa. Essa cotação é disponibilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) em seu site na internet. Para os anos em que não houve emissão de títulos, o valor foi zerado na base de dados.

Para informações sociais e econômicas foram consultados sites do IBGE, do BCB, da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e de outros órgãos do governo e de pesquisa nacional.

3.3.2 – Análise dos Dados

As análises se deram com o uso de regressão linear com dados em painel, assim como em diversos estudos acadêmicos em finanças, dentre eles os de Peixoto (2012), Bansi (2017), Carrera Junior (2018) e Mamede (2019).

Gujarati e Porter (2011) citam 3 tipos de dados que geralmente estão disponíveis para análise: as séries temporais (observação das variáveis em um espaço de tempo), os cortes transversais (dados de variáveis em um mesmo espaço de tempo), e o painéis (acompanhamento de uma unidade ao longo do tempo). Segundo os autores, a regressão permite que uma variável, chamada de dependente, seja analisada em relação à dependência a outras variáveis, chamadas de explicativas ou independentes. Entre os modelos de regressão múltipla, consta a técnica com dados em painel, que analisa o mesmo indivíduo ao longo do tempo.

Segundo Wooldridge (2006), os dados em painel permitem que mais de um indivíduo seja analisado ao longo do tempo, o que tornaria mais fácil a inferência de causalidade, quando comparado com a técnica de corte transversal, por exemplo.

Para a definição da melhor técnica (dados empilhados, regressão com efeitos fixos ou aleatórios) a ser aplicada para os modelos propostos de regressão linear com dados em painel, foram realizados testes estatísticos, como o de Chow.

3.3.3 – Construção das Variáveis e dos Modelos Econométricos

Nesta parte da metodologia são apresentadas as variáveis e o modelo econométrico utilizado neste capítulo, em que, inicialmente, são apresentadas as variáveis e as descrições das mesmas. A Figura 7 resume as informações sobre as variáveis deste estudo.

As variáveis dependentes são ROA, ROE e Q_Tobin, que foram escolhidas como medidas de desempenho por serem amplamente utilizadas em estudos acadêmicos em finanças.

ROA: quociente entre o resultado líquido e ativo total de cada empresa, o retorno sobre o ativo, foi utilizada em estudos nacionais e internacionais, como os de Bansi (2017), Albuquerque Filho, Garcia e Vasconcelos (2024) e Aydogmus, Gulay e Ergun (2022), tendo sido neste estudo uma das variáveis de desempenho.

ROE: calculada como a razão entre o resultado líquido e o patrimônio líquido, o indicador de retorno sobre o patrimônio líquido, utilizada por Borsatto, Banzani e Amui (2020), Aydogmus, Gulay e Ergun (2022) e Albuquerque Filho, Garcia e Vasconcelos (2024) entre outros autores, será a segunda variável de desempenho utilizada nesta pesquisa.

Q_Tobin: também uma variável para medir o desempenho, aqui foi utilizada uma forma aproximada da proposta por Chung e Pruitt (1994) e utilizada em pesquisas como a de Peixoto (2012), sendo o quociente entre a soma do valor de mercado das ações ordinárias, preferenciais

das empresas e da dívida total bruta no numerador e o ativo total da empresa no denominador. Aqui o cálculo foi realizado utilizando o valor de mercado das companhias coletado no *software* Economática®, sobre o ativo total.

TS: valor em Reais dos Títulos Sustentáveis emitidos pelas empresas no período. Essa variável avaliará o endividamento por meio da emissão de títulos privados. Para a análise estatística, todos os 4 tipos de títulos (social, sustentável, transição e verde) serão considerados na somatória dos títulos sustentáveis de cada empresa para cada ano. Os valores foram extraídos da base de dados no site da consultoria ERM NINT®, com informações financeiras entre os anos de 2015 e 2023. Os valores em dólares foram convertidos para Real, com a cotação do dólar Ptax do último dia útil do ano da emissão do título. A cotação do dólar é divulgada pelo Bacen em seu site.

SCORE: essa variável indica a pontuação total entre 0 e 100 no site da empresa LSEG®. Neste estudo foi utilizada apenas a pontuação total, pois cada setor tem suas características ambientais e sociais com maior ou menor impacto na sociedade. Segundo o site da empresa LSEG (2023) *“Nossas pontuações de ESG foram elaboradas para avaliar de forma transparente e objetiva o desempenho, o compromisso e a eficácia relativos de ESG de uma empresa em dez temas principais, com base em dados publicamente disponíveis e auditáveis.”* Esse tipo de pontuação, chamada de *score*, foi utilizada como variável por estudos internacionais em finanças, mesmo que utilizada com outras bases de dados, como o de Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020) e Cheng e Xie (2022), que utilizaram *scores* ou *ratings* da Thomson Reuter® e da Bloomberg®, respectivamente, estando presentes também em estudos nacionais, como o de Schleich (2022), que utilizou uma das métricas da categoria colaboradores no sistema Refinitiv ESG Score para avaliar práticas de recursos humanos.

ISE: a literatura acadêmica indica que a participação no Índice de Sustentabilidade da B3 pode ser um fator positivo para o desempenho das companhias, uma vez que impulsionaria a eficiência da mesma e a busca por melhores resultados financeiros para os acionistas. Aqui foi utilizada *dummy* para a participação voluntária das empresas no Índice de sustentabilidade da B3, assim como no estudo de Peixoto et al (2016) e Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017).

Intern: variável *dummy* utilizada como medida de internacionalização das empresas, sendo o valor (0) para emissões no Brasil e (1) para emissões de títulos no exterior. Segundo a teoria, empresas que emitiram no exterior teriam melhores opções de financiamento, devido ao acesso

a melhores condições ser mais favorável às empresas em mercados mais desenvolvidos, como na conclusão do estudo de Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018).

PIB: o Produto Interno Bruto brasileiro será analisado tendo em vista a pesquisa sobre o cenário macroeconômico na relação entre endividamento e o desempenho das empresas que emitiram títulos sustentáveis. Bernardo, Albanes e Securato (2018) e Medeiros (2021), entre outros autores, utilizaram esta variável em suas pesquisas sobre estrutura de capital.

Regional: a variável Regionalidade será utilizada tendo como premissa a análise da desconcentração de empresas nas capitais brasileiras. O artigo de Tourinho e Sheng (2017), abordando sobre finanças corporativas, indicou a diferença social e econômica dentro do território brasileiro. Então, com o objetivo de se verificar a desconcentração de empresas em capitais, fez-se a opção de se verificar quais companhias teriam atuação (escritório, franquia ou distribuição) na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, sendo esta, uma das macrorregiões de atuação do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da UFU.

VARIÁVEIS	MEDIDA DE:	DESCRIÇÃO	AUTORES	SINAL ESPERADO
<u>VARIÁVEIS DEPENDENTES</u>				
ROA	Desempenho	Retorno sobre os ativos (Resultado líquido/ativo total)	Krauter (2013); Bansi (2017); Sonza et al (2019); Lucia, Pazienza e Bartlett (2020) e Gomes, Borsatto e Alves (2022)	
ROE	Desempenho	Retorno sobre o PL (Resultado líquido / patrimônio líquido)	Krauter (2013); Borsatto, Bazani e Amui (2020), Gomes, Borsatto e Alves (2022)	
Q_Tobin	Desempenho	Q de Tobin [(Valor de mercado da empresa + dívida bruta) / Ativo Total]]	Peixoto (1992)	
<u>VARIÁVEIS INDEPENDENTES</u>				
TS	Sustentabilidade	Valor total dos títulos sustentáveis emitidos por cada empresa por ano		(+)

Score	Sustentabilidade	Índice de sustentabilidade da LSEG®	Chen e Xie (2022); Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020); Schleich (2022)	(+)
ISE	Sustentabilidade	<i>Dummy</i> para participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (0 para não participação e 1 para participação no ISE)	Peixoto et al (2016), Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017)	(+)
Intern	Internacionalização	Variável <i>dummy</i> para emissão de títulos no exterior. (0 para Brasil e 1 para emissão no exterior)	Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018)	(+)
VARIÁVEIS DE CONTROLE				
PIB	Fator macroeconômico	Referente ao crescimento do PIB Brasil (taxa anual de crescimento do PIB Brasil)	Bernardo, Albanez e Securato (2018); Medeiros (2021)	(+/-)
Regional	Regionalidade	<i>Dummy</i> para empresas com presença no Triângulo Mineiro (0 para não presentes e 1 para presentes na região do Triângulo Mineiro)	Tourinho e Sheng (2017)	(+/-)

FIGURA 7 – Resumo das Variáveis. Fonte: Elaborado pelo Autor (2023)

Os modelos econométricos utilizados neste estudo são apresentados nos Modelos 1, 2 e 3.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TS_{it} + \beta_2 SCORE_{it} + \beta_3 INTERN_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 REGIONAL_{it} + \beta_6 ISE_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Modelo 1)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TS_{it} + \beta_2 SCORE_{it} + \beta_3 INTERN_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 REGIONAL_{it} + \beta_6 ISE_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Modelo 2)

$$Q_TOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 TS_{it} + \beta_2 SCORE_{it} + \beta_3 INTERN_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 REGIONAL_{it} + \beta_6 ISE_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Modelo 3)

3.4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste item constam as estatísticas descritivas, os resultados das regressões e as correlações efetuadas, bem como a análise das conclusões de acordo com a literatura acadêmica.

Inicialmente, na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas da população analisada, pois foram utilizados os valores de títulos sustentáveis emitidos no Brasil a partir de 2015, de todas as empresas não financeiras de ações com negociação na B3.

TABELA 1 – Análise descritiva das variáveis

	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	2025	2,30583	16,4965	-226,138	167,023
ROE	1887	-53,823	2570,08	-111510,1	3580,955
Q_TOBIN	2071	0,8502	0,8639	0	8,057
TS	58	1566,902	1798,799	60	6975
SCORE	872	51,86124	22,1705	9	91
INTERN	2079	0,18566	0,38893	0	1
PIB	2079	-0,3145	2,63541	-3,88	4,6
REGIONAL	2079	0,1856	0,3889843	0	1

Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

Os resultados dos testes estatísticos de Chow para as variáveis ROA, ROE e Q_TOBIN indicaram que o melhor modelo a ser utilizado neste estudo seria o de regressão linear com dados em painel com dados empilhados (*pooled data*) (Prob > F = 0.1967). Segundo Gujarati e Porter (2011), nessa técnica estatística as observações são empilhadas e é realizada uma regressão de todos os dados. Os autores indicam como pontos negativos desse modelo que as peculiaridades de cada indivíduo (no caso deste estudo as empresas) não são reconhecidos. Entretanto, fez-se o uso dessa técnica como forma de verificar e analisar a relação entre os títulos emitidos e os indicadores financeiros com o uso de todos os títulos emitidos por empresas nacionais até o momento.

Também foi realizado o teste VIF, cujos resultados médios próximos de 1,00 (1,55) nos três modelos econométricos indicam a ausência de multicolinearidade significativa.

A Tabela 2 apresenta os resultados das correlações entre as variáveis dependentes ROA, ROE e Q_Tobin e as variáveis independentes.

Os resultados estatísticos não indicaram correlação forte entre as variáveis, porém há correlação mediana positiva entre as variáveis TS e INTERN, indicando que há correlação positiva entre

a emissão de títulos e o fato de a emissão ser fora do Brasil. Este é mais um indicativo de confirmação da teoria, sobre o benefício de se emitir títulos no exterior, haja vista o acesso a condições mais vantajosas para a empresa em outros países, conforme concluíram Freitas Cardoso, Santos Souza e Silva Pereira (2018).

TABELA 2 – Resultados das correlações entre as variáveis dependentes e independentes.

	ROA	ROE	Q_TOBIN	TS	SCORE	INTER	ISE	PIB	REGIONAL
ROA	1,000								
ROE	-	1,00							
Q_TOBIN	-	-	1,00						
TS	-0,0512	-0,1729	-0,1458	1,000					
SCORE	-0,0061	0,0487	0,0408	0,3710	1,000				
INTER	0,0185	0,0030	-0,0548	0,6465	0,1215	1,00			
ISE	0,0276	0,0107	0,0227	0,2460	0,4332	0,1585	1,00		
PIB	0,0834	-0,0005	0,0684	-0,0942	0,0043	0,0594	0,0012	1,00	
REGIONAL	0,0128	-0,0481	-0,0888	0,1662	0,1938	0,0163	0,3075	0,0011	1,00

Fonte: Resultados da pesquisa (2024)

Legenda variáveis: ROA: Retorno do Ativo; ROE: Retorno do Patrimônio Líquido; Q_Tobin: Q de Tobin; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; INTERN: Variável de internacionalização, empresas que emitiram títulos sustentáveis no exterior; ISE: Empresas que fazem parte do índice de sustentabilidade da B3; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

Os resultados não indicaram relação estatística entre a variável de desempenho ROA e as variáveis de sustentabilidade TS, SCORE, INTERN e REGIONAL. Sendo assim, não foi possível confirmar a teoria de que o desempenho é influenciado pela emissão de títulos sustentáveis, com vantagens pela emissão no exterior. Também não houve indicação de relação entre o desempenho e a avaliação das empresas pelo SCORE da LSEG®.

Na Tabela 3 são apresentados resultados da regressão linear com dados em painel com dados empilhados para a variável ROA.

TABELA 3 – Resultados da regressão com a variável dependente ROA.

ROA	Coef	Erro Padrão	T	p > [t]	[95% Intervalo Confiança]	
TS	9,44	0.0005944	-0,02	0,987	-0,00121	0,001197
SCORE	0,0404	0,047386	0,85	0,400	-0,05579	0,01366
INTERN	1,333	2,199011	0,61	0,547	-3,1259	5,8025
ISE	-4,9962	2,09519	-2,38	0,023	-9,249	-0,74278
PIB	0,642644	0,2857782	2,25	0,031	,06248	1,2228
REGIONAL	1,2448	2,0122	-0,62	0,540	-5,3298	2,840188
_cons	4,550522	2,45219	1,86	0,065	-0,4276	9,5287

R²	0,2385
R² Ajustado	0,51080
Nº obs	42
Prob > F	0,1221

Fonte: Resultados da pesquisa (2024)

Legenda variáveis: ROA: Retorno do Ativo; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; INTERN: Variável de internacionalização, empresas que emitiram títulos sustentáveis no exterior; ISE: Empresas que fazem parte do índice de sustentabilidade da B3; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

Na teoria não há consenso nas conclusões dos estudos sobre a divulgação de informações sobre práticas sustentáveis sobre as empresas. Chen e Xie (2022) concluíram pela relação positiva entre a divulgação de informações sobre ASG e o desempenho das firmas. Por esta linha de raciocínio, infere-se que a exposição de informações sobre a empresa, também conhecida pelo termo em inglês *disclousure*, pode auxiliar a empresa no desenvolvimento de práticas internas que auxiliam no ganho de eficiência. Outro estudo com conclusão oposta foi o de Rajesh e Rajendran (2019) trouxe análises sobre informações de empresas globais e com resultado negativo.

Para as variáveis ISE e PIB houve indicação de relação estatística significativa ao nível de 5%. Para a variável ISE, o desempenho é impactado negativamente pela participação no índice de sustentabilidade da B3. Infere-se com esse resultado que a participação no índice utilizaria recursos que poderiam ser aproveitados no desenvolvimento de projetos ou investimentos que trouxessem maior produtividade à firma. Na literatura há conclusões diferentes, como o de Lameira et al (2013), que indicaram que a participação no índice da B3 traria benefícios para o desempenho, valor e menor risco para as empresas, e de Peixoto et al (2016) que também corroboram os benefícios da adesão, o que aqui não foram confirmados pelos resultados estatísticos.

Em relação a variável PIB, pode-se inferir que o cenário macroeconômico afeta o desempenho positivamente. Na literatura acadêmica encontram-se estudos, como o de Bernardo, Albanez e Securato (2018), que sugerem o aprofundamento do estudo do cenário macroeconômico, após constatar sobre as características dos países como fatores determinantes da estrutura de capital das firmas. Porém, os autores ponderaram que as características da firma seriam mais relevantes para a determinação da estrutura de capital da firma. De fato, a complexidade de fatores macroeconômicos, pode afetar setores de formas diferentes, o que faz com seja preciso mais estudos sobre estes impactos nas finanças corporativas.

Para a variável REGIONAL, não houve resultado estatístico significativo entre o desempenho e a presença de escritórios ou subsidiárias na região do Triângulo Mineiro.

Em relação a variável dependente ROE, os resultados da análise são apresentados na Tabela 4, Dentre os resultados, houve significância estatística entre a variável teste e a variável independente TS de sustentabilidade ao nível de 10%, com relação também negativa.

A relação negativa entre desempenho e sustentabilidade é oposta à conclusão de estudos nacionais, como o de Lameira et al (2013), que identificaram que práticas sustentáveis teriam efeito positivo dentro da organização, otimizando e reforçando a eficiência das firmas, o que traria melhora no desempenho.

TABELA 4 – Resultados da regressão com a varável dependente ROE.

ROE	Coef	Std Err	t	p > [t]	[95% Intervalo Confiança]	
TS	-0,007100	0,004024	-1,76	0,086	-0,015	0,0010
SCORE	0,000312	0,3208509	0,00	0,999	-0,651	0,6516
INTERN	27,96399	14,8895	1,88	0,069	-2,263	58,191
ISE	-7,682651	14,1865	-0,54	0,592	-36,482	21,1175
PIB	5,178202	1,93505	2,68	0,011	1,249	9,1064
REGIONAL	-5,567612	13,6247	-0,41	0,685	-33,227	22,092
_cons	16,10833	16,6038	0,97	0,339	-17,599	49,815
R ²	0,2793					
R ² Ajustado	0,1558					
Nº obs	42					
Prov > F	0,0600					

Fonte: Resultados da pesquisa (2024).

Legenda variáveis: ROE: Retorno do Patrimônio Líquido; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; INTERN: Variável de internacionalização, empresas que emitiram títulos sustentáveis no exterior; ISE: Empresas que fazem parte do índice de sustentabilidade da B3; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

Outro resultado com significância estatística positiva ao nível de 10% foi na relação entre a variável ROE e as variável de controle INTERN, que se refere aos títulos emitidos fora do Brasil. Neste caso, a emissão dos títulos sustentáveis em outro país favoreceria o desempenho de empresas nacionais. Como já citado pela literatura acadêmica, o acesso a fontes de financiamento no exterior seria benéfico para o desempenho de empresa, já que companhias de mercados emergentes teriam acesso às fontes de financiamento com taxas de juros mais atrativa em mercados desenvolvidos, como concluíram Kwok e Reeb (2000).

Em relação a variável macroeconômica houve indicação de relação positiva e com significância estatística ao nível de 5% para ambas variáveis de desempenho, o que indicaria que o crescimento do PIB tem influência no desempenho das companhias.

Para a variável REGIONAL, não houve indicação de significância estatística com as variáveis de desempenho ROA e ROE sugerindo que a presença de empresas na região do Triângulo Mineiro, não teria impacto no seu desempenho. Tourinho e Sheng (2017) citaram a concentração das firmas brasileiras nas grandes capitais, e a disparidade econômica entre as regiões do país. A presença de escritórios, franquias ou distribuidores em uma das macrorregiões, com histórico de crescimento econômico no Estado de Minas Gerais, poderia indicar que este processo de migração para outras localidades estaria em curso.

TABELA 5 – Resultados da regressão com a variável dependente Q de Tobin.

Q_Tobin	Coef	Std Err	T	p > [t]	[95% Intervalo Confiança]	
TS	0,000118	0,000089	1,33	0,192	-0,000062	0,00029
SCORE	0,00389	0,007111	0,55	0,587	-0,0105	0,01833
INTERN	-1,1566	0,3300	-3,5	0,001	-1,8266	-0,4866
ISE	0,19750	0,31444	0,63	0,534	-0,4408	0,8358
PIB	0,1780	0,04288	4,15	0,000	0,0909	0,26513
REGIONAL	-0,4989	0,3019	-1,65	0,107	-1,1120	0,11411
_cons	0,60121	0,36802	1,63	0,111	-0,145911	1,3483
R²	0,4703					
R² Ajustado	0,3795					
Nº obs	42					
Prov > F	0,0007					

Fonte: Resultados da pesquisa (2024)

Legenda variáveis: Q_Tobin: Q de Tobin; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; INTERN: Variável de internacionalização, empresas que emitiram títulos sustentáveis no exterior; ISE: Empresas que fazem parte do índice de sustentabilidade da B3; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

A Tabela 5 apresenta os resultados para a regressão com a variável dependente Q de Tobin, reconhecida em estudos sobre finanças como sendo uma variável de mercado. Esta variável de desempenho apresentou significância estatística ao nível de 1%, com a variável INTERN, indicando que empresas que emitem títulos no exterior podem ter melhor desempenho financeiro do que aquelas que emitiram no Brasil. Outro resultado a se destacar, se refere à significância estatística e positiva com a variável PIB, apontando que fatores macroeconômicos também influenciam no desempenho das empresas brasileiras.

Destaca-se que não houve resultado estatisticamente significativo para as variáveis TS, SCORE, ISE e REGIONAL. Entretanto, houve a indicação de relação positiva entre a variável Q_Tobin e as variáveis TS, SCORE e ISE, indicando que a emissão de títulos sustentáveis, a avaliação das empresas no LSEG e a participação no índice da B3 favorecem o desempenho das empresas. De forma contrária, como houve indicação negativa para a variável REGIONAL, a descentralização dos grandes centros urbanos prejudica o desempenho das firmas.

3.5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste capítulo foi de analisar o desempenho de empresas brasileiras que aderiram às práticas sustentáveis e emitiram títulos com a temática ASG no Brasil e no exterior. A técnica estatística utilizada foi a regressão linear com dados empilhados, com informações de empresas brasileiras que emitiram títulos sustentáveis no período de 2015 a 2023.

Esperava-se que a análise confirmasse a vantagem competitiva para empresas que emitiram títulos sustentáveis. Observa-se que houve relação estatística significativa entre a variável ROE e a variável TS, confirmando H_1 . Na literatura acadêmica internacional recente, há estudos que encontraram resultados semelhantes como o do Chen e Xie (2022), porém, há que se apontar que pesquisas como esta envolveram dados de vários países.

Para a relação entre as variáveis teste e a variável macroeconômica PIB, houve indicação de significância estatística positiva com as três variáveis teste, sugerindo que a situação econômica do país afeta o desempenho das firmas. Esse resultado está em linha com a literatura, já que a forte atividade econômica favorecerá a aquisição de bens e consumo de serviços pela população.

No caso da variável internacionalização, houve significância estatística entre o desempenho medido pela variável ROE e a variável internacionalização INTERN, indicando que o acesso a outros mercados tem relação com o bom desempenho das empresas brasileiras, por essas terem acesso a fontes de financiamento mais vantajosas. Dessa forma, confirma-se H_2 .

Para a variável ISE, houve confirmação da relação negativa entre o desempenho (ROA) e a participação no índice da B3, apontando que a utilização de recursos da empresa para adequação ao índice, reduz o capital disponível para aproveitamento de oportunidades para elevação da produtividade e da rentabilidade da empresa.

Em relação à terceira hipótese analisada nesta pesquisa, não houve resultado com significância estatística em se tratando da presença de escritórios ou filiais na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, não sendo possível portanto confirmar H_3 .

Como já citado anteriormente, este estudo buscou examinar a relação entre desempenho e a emissão de títulos ligados à temática ASG de companhias brasileiras internacionalizadas e com escritórios e subsidiárias em uma região do interior do país. Espera-se que os resultados auxiliem empresas, investidores e a sociedade na formação de políticas e ações que busquem o incentivo às práticas ESG, tendo em vista a melhoria da qualidade de vida da população. Neste sentido, este trabalho está alinhado com o propósito número 12 do Objetivo para Desenvolvimento Sustentável.

Como limitação, há de se ponderar sobre a quantidade de títulos emitidos no Brasil e no exterior, apesar do Acordo de Paris ter sido assinado em 2015, impulsionando a oferta de recursos para aquelas firmas interessadas em adotar práticas mais sustentáveis. Mesmo com o crescimento dos estudos internacionais sobre o assunto, poucas pesquisas foram encontradas abordando o mercado brasileiro, apesar do crescente interesse da sociedade sobre o assunto, e da disponibilização de recursos para alocação em firmas com práticas ESG.

Como sugestão de estudos futuros, recomenda-se analisar outros fatores que poderiam afetar a relação estatística com a emissão dos títulos sustentáveis, como por exemplo, a análise setorial no mercado nacional, ou mesmo estudos regionais, abordando características de empresas de diferentes regiões ou países. Como apontado aqui, a influência das práticas ESG vai além da parte financeira, alcançando outras áreas da empresa, como recursos humanos e marketing. O desenvolvimento envolvendo estas áreas pode ser uma oportunidade para se compreender o alcance de práticas sustentáveis no ambiente interno. Como o número de emissões ainda é relativamente menor em relação a outros mercados, futuramente, com novas emissões de títulos por firmas nacionais, poderão ser aplicadas técnicas estatísticas para aprofundamento das análises e conclusões também.

Por fim, outro ponto a ser abordado em pesquisas futuras, seria a verificação da relação entre as emissões de títulos sustentáveis com aspectos sociais e demográficos, para confirmação ou não da emissão dos títulos ESG na melhoria da qualidade de vida da população.

CAPÍTULO 4: ESG e os Fatores Externos para Financiamento Sustentável no Brasil: Uma Aplicação da Regionalidade

4.1 – INTRODUÇÃO

4.1.1 – Contexto

Situações adversas fazem parte do contexto em que as companhias produzem e comercializam seus produtos e serviços. A Teoria Contingencial citada por Donaldson (1999), com origem indicada a partir da década de 50, explicava sobre a influência do ambiente externo e a adaptação das organizações à essas mudanças para continuidade das atividades em novos contextos. Mais recentemente, a pandemia do Covid-19 é um exemplo de fator externo que afetou a vida da sociedade de forma abrupta em todos os continentes.

A pandemia foi decretada em 2020, inicialmente, pela Organização Mundial de Saúde (OMS) e, em seguida pelo Governo Federal do Brasil, como resposta a propagação do Covid-19, e trouxe consequências financeiras para empresas, consumidores e governo, pois paralisou ou reduziu o comércio de bens e serviços, bem como a circulação de pessoas e mercadorias. Essas medidas tinham o objetivo de minimizar o contato entre as pessoas, e com isso, reduzir o número de vítimas da doença. Neste período diversas empresas sofreram com o forte impacto nos seus resultados financeiros, ainda que ações fossem implementadas rapidamente, como o trabalho em *home office*, e a estruturação do comércio virtual, por exemplo (Barros et al, 2021).

Desde o século XX já se verificava um crescimento nas exigências da sociedade para que companhias também participassem de modo mais efetivo da melhoria da qualidade de vida da sociedade, e o tema ganhou mais força neste século XXI, com mais estudos e movimentos mundiais organizados pela ONU (Organização das Nações Unidas) sobre Desenvolvimento Sustentável (Nossa, Dos Santos Rodrigues & Nossa, 2017). Segundo Rizzi et al (2022), acionistas analisariam questões além da situação financeira das empresas, incluindo também as consequências das escolhas de investimentos das companhias. Medidas que reduzam ou equilibrem os impactos sociais, ambientais e de governança na sociedade, também já estavam na agenda de governos e grandes companhias ao redor do mundo.

O conceito de sustentabilidade que já fazia parte do cenário corporativo mundial com a criação de índices de sustentabilidade em bolsas de valores de outros países, como nos Estados Unidos e na África do Sul, e a partir de 2005 no Brasil, ganha ainda mais relevância com o mercado de

títulos com temática ESG (*Environmental, Social and Governance*) ou, em português, ASG (Ambiental, Social e de Governança) (Peixoto et al, 2016).

O direcionamento de investimentos para projetos ligados a esta vertente ganharam ainda mais visibilidade, após o Acordo de Paris, assinado e ratificado por diversos países, entre eles o Brasil e o estabelecimento dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) na Agenda 2030. Ambos foram organizados pela Organização das Nações Unidas (ONU) em 2015. (CEBDS, 2021; ONU, 2023). Neste contexto, a alternativa de emissão dos títulos sustentáveis ganha força no mercado financeiro mundial após a celebração destes acordos, a exemplo do mercado chinês (Wang et al, 2020)

Aqui os títulos sustentáveis são tratados em conjunto, mas na prática estes títulos são divididos em verdes, sociais e de governança. A análise desses títulos sustentáveis é uma oportunidade de pesquisa sobre a relação desta opção de captação de recursos com aspectos corporativos e mercadológicos. As empresas emissoras dos títulos têm a opção de captar recursos em mercados domésticos ou em outros países onde a empresa mantenha operações comerciais, sendo este último uma possibilidade de acesso a mais recursos e ainda em moeda forte.

Dentro do assunto endividamento, a relação da estrutura de capital e o valor das empresas, que já vem sendo estudada desde, pelo menos, a década de 50, com os trabalhos seminais de Modigliani e Miller (1958), ganharia novo contexto ao se incorporar atualmente os efeitos de forte retração econômica mundial e as estratégias de continuidade e expansão das empresas, em um ambiente com cada vez mais regulação governamental e demandas socioambientais. Sendo assim, de um lado encontram-se as empresas em um cenário cada vez mais desafiador, e de outro lado, investidores, com demanda e interesse por análises por estas novas condições e perspectivas de maximização do capital a ser alocado.

Além disso, a influência no endividamento de empresa de diferentes setores, associando ao cenário macroeconômico também traz questionamentos relevantes para investidores e companhias. Neste contexto, indica-se que características das firmas e do ambiente externo poderiam ser verificados em conjunto, com potencial de trazer informações relevantes para investidores e empresas.

Estudos nacionais foram desenvolvidos sobre o tema ASG, como os de Mantovani, Cassajus e Takaasi (2020) sobre endividamento; Rizzi et al (2022) sobre o tema inovação; Moreira et al (2022) sobre ciclo de vida das firmas; Gomes, Borsatto e Araújo (2022) sobre o desempenho das empresas e Mazzioni et al (2023) sobre a reputação das companhias quando há a adoção

das práticas ESG e aos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável, mas não foram encontrados estudos quantitativos aprofundados sobre o mercado brasileiro a partir de 2015, que indicassem qual seria a relação entre os temas estrutura de capital, rentabilidade, títulos sustentáveis e internacionalização em períodos de crise.

No exterior, há estudos sobre o impacto da emissão de títulos sustentáveis no meio corporativo, como por exemplo, o de Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020) sobre a distribuição de dividendos em empresas europeias, o de Wang et al (2020) que comparou o prêmio em títulos verdes, em relação aos títulos convencionais no mercado chinês, e o de Maquieira, Espinosa-Mendez e Arias (2023) sobre o impacto do score ESG nos pagamentos de dividendos de grandes firmas familiares de países desenvolvidos e emergentes.

Considerando os compromissos firmados pelos governos de diversos países no Acordo de Paris e os ODS, e pela demanda da sociedade em adquirir produtos e serviços ligados ao conceito ASG, verifica-se uma oportunidade de pesquisa sobre os temas citados no mercado brasileiro.

Após a apresentação dos temas e do contexto de restrição financeira e demanda por produtos sustentáveis, propõem-se as perguntas de partida para o desenvolvimento da pesquisa: *Quais fatores influenciam as empresas brasileiras internacionalizadas a utilizarem opções sustentáveis como fonte de financiamento? E, em períodos de crise, qual é o impacto destas opções no desempenho dessas empresas?*

O cenário externo, ou o macroambiente, é um fator exógeno que influenciaria na definição da estratégia da empresa para o mercado ou para a oferta de seus produtos. Por isso, foram estudadas formas de financiamento, considerando a demanda do mercado por iniciativas que considerem perspectivas sociais, ambientais e de governança em diferentes contextos, buscando-se a formação de uma proposta teórica sobre os temas em diferentes situações.

O objetivo deste estudo é de analisar a estrutura de capital das empresas brasileiras considerando os títulos sustentáveis como proposta de investimento, relacionando o endividamento com variáveis externas. Fatores serão analisados no contexto da temática ASG para que sejam encontrados indícios sobre a relação entre as variáveis. Espera-se contribuir com a literatura acadêmica, sociedade, empresas e investidores ao ser mais uma fonte de informação sobre propostas de captação e investimentos com a intenção de impactar positivamente a vida de diversos *stakeholders*.

O desenvolvimento da teoria de finanças corporativas inclui a análise de novos fatores e propostas que afetariam a estrutura financeira e a gestão estratégica de empresas. Neste sentido,

pesquisas que incluem a análise de variáveis externas trazem mais uma fonte de informações que podem influenciar gestores na decisão de emissão de certificados sustentáveis. Por isso, este trabalho contribui com o debate sobre tema atual, e com crescente quantidade de pesquisas no meio acadêmico, especialmente em mercados emergentes.

Espera-se que esta pesquisa seja mais uma fonte de informações para gestores na análise sobre o momento para emissão de títulos sustentáveis e, para investidores na alocação de recursos, ao considerar resultados estatísticos de indicadores financeiros para a viabilidade do investimento.

O estudo também indica uma proposta de análise sobre o endividamento de empresas quando há fatores externos adversos, que afetem a relação das empresas com o *stakeholders*. O objetivo seria indicar fatores econômicos que poderiam minimizar o impacto da forte redução de caixa na empresa, evitando elevação da inadimplência e redução brusca no quadro de colaboradores da companhia. Em cenário adverso, ações poderiam ser tomadas pelas companhias para minimizar o impacto no cenário econômico local.

Os resultados da pesquisa também podem auxiliar no desenvolvimento de políticas públicas, com orientações sobre finanças para a população, com indicações a respeito dos melhores momentos de alocação de recursos para empresas e investidores, e para avaliação de projetos de firmas que impactem a vida da população.

Entre as possibilidades de atuação das empresas, há a opção de operar no mercado externo (outros países) e no mercado interno, neste último caso, especialmente, fora das capitais brasileiras. Aqui aponta-se a concentração de empresas nacionais nas capitais brasileiras citada por Tourinho e Sheng (2017). Por isso, também foram analisadas as relações entre as variáveis, considerando a presença em uma macrorregião no sudeste brasileiro. Desta forma, a contribuição regional será de se analisar a adoção de práticas ASG em regiões fora dos grandes centros urbanos. Para isso, foi criada uma *dummy* para empresas com presença na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, região de abrangência deste Programa de Pós-Graduação (PPGA/FAGEN/UFU) à qual esta pesquisa está vinculada.

A expansão das empresas para regiões distantes das capitais teria a intenção de contribuir com o desenvolvimento regional, e o impulsionamento de regiões no interior do país, aqui tratado dentro do conceito de desconcentração produtiva para regiões fora do Sul e Sudeste do país.

Além desta introdução, são apresentados o referencial teórico, a metodologia, a análise dos resultados e as conclusões finais.

4.2 – REFERENCIAL TEÓRICO

4.2.1 – Sustentabilidade: Origens e Evolução

Segundo pesquisas sobre o assunto, as origens do que seria sustentabilidade remetem a séculos atrás. Segundo Nossa, Dos Santos Rodrigues e Nossa (2017), o termo Sustentabilidade foi criado por Carlowitz e Rohr (1732), em *Sylvicultura Oeconomica*. Segundo Paul (2008), Thomas Malthus também já defendia no Século XVIII a teoria da escassez de alimentos com o crescimento populacional, em seu trabalho “*An Essay on the Principles of Population*”.

Mas segundo Mozoni e Carreira (2022), o início do que seria a sustentabilidade de forma mais ampla, incluindo questões sociais e ambientais, foi na década de 60 com a criação do Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) da Organização das Nações Unidas (ONU). Neste período verificou-se a industrialização tardia e o desenvolvimento social lento no que seria conhecido como países do Terceiro Mundo. A partir daí, estudos e conferências sobre o tema Sustentabilidade foram realizados e marcaram os anos 80 e 90, como o relatório elaborado pela Comissão Brundtland, chamado de “*Our Common Future*”, em 1987; o evento Rio-92, realizado na cidade do Rio de Janeiro, em 1992 e o tratado ambiental para redução de gases do efeito estufa assinado no Protocolo de Kyoto, em 1997 (Nossa, Dos Santos Rodrigues & Nossa, 2017; Mozoni & Carreira, 2022).

Como visto, a sustentabilidade vem sendo estudada há décadas e, ao longo do tempo os conceitos de responsabilidade social e governança foram acrescentados, somando à causa ambiental. Do intuito de se verificar os impactos corporativos na adoção de práticas que reforcem o compromisso das empresas com o meio ambiente, com governança e com causas sociais, surgiu o termo “Desenvolvimento Sustentável”. Se atualmente há o uso do acrônimo em inglês ESG, que engloba os temas ambiental, social e de governança, há outros estudos de décadas anteriores que utilizaram outras siglas como por exemplo, CSR (*Corporate Social Responsibility*) ou SRI (*Social Responsible Investments*). Segundo Starks (2023), a quantidade de siglas e significados aumenta a confusão em relação aos conceitos de sustentabilidade utilizados por empresa e pela literatura acadêmica, mas mostra uma evolução do conceito de sustentabilidade ao longo do tempo.

Independentemente do conceito de cada uma das siglas, que se mostra abrangente e ao mesmo tempo conectado com objetivos parecidos (melhoria da qualidade de vida da população e preservação ambiental), o que acadêmicos buscam no cenário atual é investigar se o maior

envolvimento das empresas com aquelas causas ambientais, sociais e de governança traria maior retorno para os investidores, sociedade e para a empresa, no presente e no futuro. Para Starks (2023) há motivos diferentes para investimentos em práticas ESG. Alguns investidores buscariam alocar recursos em firmas que apoiassem causas ou com identidade de valores semelhantes aos seus. Outros investidores já buscariam por companhias que oferecessem a possibilidade de maior retorno financeiro no longo prazo.

A literatura acadêmica ainda pesquisa a relação entre a adesão às práticas de sustentabilidade e o retorno para acionistas, empresas e sociedade. No Brasil estudos sobre os temas também são encontrados, especialmente após a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na B3, há quase 20 anos, como os de Machado, Machado e Corrar (2009), Silva et al (2015), Peixoto et al (2016) e Maia et al (2017). No exterior também há debate sobre os efeitos nas empresas e na sociedade atual, após décadas de desenvolvimento do que as corporações adotaram como práticas sustentáveis, como levantado por Starks (2023) que sugere que ainda há necessidade de desenvolvimento de pesquisas sobre o tema.

Na Europa, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), conhecida pela sigla em inglês CSR, foi estudada, e com resultados recentes sobre o efeito benéfico para os investidores. Ben Salah e Ben Amar (2021) analisaram o mercado de capitais francês, e concluíram pelo impacto positivo entre a RSC e a política de dividendos. Mas dentro das pesquisas realizadas sobre a sustentabilidade, há também o questionamento sobre a utilização dos recursos da empresa: utilizar os recursos em caixa para projetos sustentáveis ou retornar estes recursos para os acionistas?

Por um lado, há a utilização de recursos da firma para a adoção de práticas sustentáveis e a melhoria da imagem da companhia no mercado, o que pode facilitar o acesso a financiamentos com melhores condições, trazer regularidade ou, ainda, maior retorno para acionistas no longo prazo. Por outro lado, há a necessidade de compensar os acionistas que alocaram seus recursos na firma, e assim obterem o retorno do investimento no menor tempo possível. Portanto, há uma decisão a ser tomada sobre o que fazer com recursos em caixa, ainda que pelo menos em tese o propósito dos gestores seja o de maximização dos recursos dos acionistas (Guimarães, Peixoto & Carvalho, 2017). Reneboog, Horst e Zhang (2008) concluíram em sua pesquisa que havia interesse dos investidores nas práticas sustentáveis corporativas, mas esta decisão de investimento das empresas em sustentabilidade não era de forma indiscutível, pois haveria dúvidas entre os investidores. Os autores também indicaram que ganhos não financeiros também estariam dentre os objetivos buscados por estes ao alocarem recursos, e que haveria

questões sobre os ganhos no longo prazo para aquelas firmas que aderiram às práticas sustentáveis. Esta conclusão corrobora com o que Starks (2023) citou sobre motivos para investimento em empresas ESG.

O efeito sinalização seria outro objetivo almejado por empresas ao aderirem às práticas sustentáveis, ao indicarem para o mercado que a firma utiliza práticas modernas de gestão, alinhadas com conceitos reconhecidos pela sociedade. Mazzioni et al (2023) verificaram sobre o efeito da adoção das práticas ESG e adesão aos ODS na reputação da empresa e no valor de mercado. As autoras concluíram que a adoção de ambos refletiu positivamente no valor de mercado e demonstraram possuir maior reputação corporativa e *market-to-book*.

A temática ASG também vem sendo pesquisada, inclusive no exterior, sobre a relação entre ASG e outros temas relacionados a finanças corporativas, como endividamento, desempenho e valor das firmas.

Na China há conclusões positivas sobre os títulos ESG, como no estudo de Wang et al (2020) com a apresentação de prêmios pelos títulos sustentáveis em relação aos convencionais. Este estudo se mostra relevante por ter sido realizado em um mercado considerado emergente e com forte crescimento na emissão de títulos sustentáveis.

Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020) que investigaram a adesão às práticas ASG com dados de 600 empresas europeias no período de 2000 a 2019, e confirmaram que a manutenção destas práticas está relacionada com a regularidade no pagamento de dividendos aos acionistas. Há, então, um maior alinhamento entre os desejos de acionistas e da comunidade ao redor da empresa. Outros estudos internacionais sobre a temática ASG são relacionados na Figura 7, que reforçam o interesse pelo tema em diferentes mercados.

AUTORES	CONCLUSÕES DOS ESTUDOS
Ahmad, Barros e Sarmiento (2018)	Investigaram empresas pertencentes ao índice Euronext no período de 2007 a 2016, e não encontraram relação entre dividend yield e rentabilidade e que níveis de alavancagem estariam relacionado a mais dividendos, e a níveis mais estáveis de <i>payouts</i> .
Buallay et al (2020)	Identificaram impacto negativo entre a divulgação de CSR (<i>Corporate Social Responsibility</i>) e desempenhos operacional e mercadológicos, e efeito negativo com desempenho financeiro.
Broadstock et al (2021)	Investigaram a performance ESG de empresas chinesas durante a crise do Covid-19. Isto é, as práticas ESG seriam uma forma de mitigação de riscos, o que foi confirmado pelo estudo com empresas chinesas.

Maquieira, Espinosa-Méndez e Arias (2024)	Investigaram o efeito do <i>score</i> de práticas ASG no pagamento de dividendos de grandes companhias familiares de vários países. Com informações entre 2015 e 2021, os autores reforçaram a sinalização positiva com o uso de práticas ESG e o pagamento de dividendos, entre outras conclusões.
Salvi et al (2024)	Analisaram 3207 empresas europeias entre 2018 e 2022 e encontraram relação positiva entre práticas ESG e política de dividendos.

FIGURA 7 – Alguns estudos Internacionais sobre ASG. Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

Pesquisas também investigaram sobre outras questões relacionadas à ESG, como o efeito da dispersão geográfica e da diversificação de segmentos de atuação das empresas, como no estudo de Barros et al (2024). Entre as conclusões do estudo com informações de empresas europeias, os autores indicaram que a diversificação geográfica não estaria relacionada às práticas ESG, e que *scores* ESG mais altos foram observados em firmas que atuam em mais setores.

Até mesmo os *scores* ESG utilizados para classificar as empresas quanto à divulgação de práticas sustentáveis foi alvo de pesquisa. O estudo de Horn e Oehler (2024) investigou sobre o retorno das empresas classificadas em 5 rankings de 3 continentes (norte-americanos, europeus e asiáticos), e concluíram que os retornos foram similares para todos os índices, o que indica que apesar das diferenças entre normas e culturas de cada região, os princípios básicos para classificação nos *rankings* são semelhantes.

Os estudos apresentados trazem questionamentos sobre o impacto da adesão de práticas ESG no retorno dos investimentos para firmas e investidores, e sobre aspectos que podem ser associados ao tema, como localização geográfica, dispersão de atuação dos negócios, e outras características das companhias. As conclusões em sua maioria são positivas, indicando que a adesão as práticas sustentáveis teriam efeito positivo para a firmas. Mas as pesquisas ainda não chegaram à um consenso e, por isso, mais estudos são necessários para o debate sobre este tema, especialmente quando se trata de mercados emergentes.

4.2.2 – Endividamento e Fatores Macroeconômicos

O nível de endividamento de empresas traz informações sobre a utilização de recursos de terceiros dentro da companhia. Este indicador também, conhecido como alavancagem, costuma ser atrelado ao risco de uma firma (Guimaraes et al, 2016). Os recursos captados podem indicar decisões sobre a situação interna da empresa, ou sobre o planejamento estratégico para períodos de curto, médio e longo prazo. Quanto mais completo e abrangente forem os planejamentos para períodos de retração e crescimento, maiores as chances de que a empresa se recupere mais rápido de períodos de crise econômica, ou aproveite melhor o momento favorável.

O estudo de Modigliani e Miller (1958) concluiu que, sob determinadas condições, o valor da empresa não é impactado pela forma como ela é financiada. A pesquisa dos autores ia de encontro ao que era aceito naquela época, de que haveria uma estrutura de capital ótima para redução dos custos e maximização do valor da empresa. Este estudo também serviu de base para o desenvolvimento de outras pesquisas, considerando fatores como determinantes para a ampliação da rentabilidade, do desempenho e do valor das firmas em diferentes mercados.

Estudos como os de Kayo e Kimura (2011) e de Chen, Sensini e Vazquez (2020) apontaram que os contextos social, legal e fiscal de cada país influenciariam nas decisões corporativas. E ainda, que pesquisas em países emergentes sobre o endividamento seriam insuficientes em conclusões, quando comparado com as realizadas em países desenvolvidos. As oscilações nas políticas econômica e fiscal em países em desenvolvimento mostraria a complexidade no planejamento para investimentos da companhia nestes mercados.

Santos (2013) também corroborou com essa constatação ao pesquisar sobre fatores macroeconômicos e institucionais, como ambiente legal e informacional, utilizando dados de 10.243 empresas de 61 países. Mas os resultados dessa pesquisa indicaram que as variáveis ligadas à firma seriam as principais determinantes da estrutura de capital, e não as variáveis macroeconômicas.

O estudo sobre o endividamento se mostra ainda mais desafiador quando são analisados dados de períodos de crise financeira. O contexto de restrição ao crédito no setor financeiro, devido ao receio de inadimplência dos clientes, pode reduzir a oferta de crédito para empresas e clientes pessoas físicas, além de elevar a taxa de juros. Sonza et al (2019), que pesquisaram sobre os efeitos da crise do *subprime* em 2008, concluíram que empresas maiores e de maior risco teriam a tendência de se endividar mais em períodos pós-crise. Mais recentemente, pesquisas, como a de Avelar et al (2021), investigaram sobre o efeito da crise financeira do Covid-19 na sustentabilidade financeira das empresas durante a pandemia, constatando os efeitos negativos na estrutura de capital durante o período de crise.

Kayo e Kimura (2011) pesquisaram sobre o endividamento com a inclusão de fatores macroeconômicos em 40 países. Dois dos diferenciais do estudo foram a categorização de indústrias, e não apenas a separação deste setor em relação aos demais, e a análise da variável país considerando quatro pontos: desenvolvimento do mercado de capitais, desenvolvimento do mercado de títulos, sistema financeiro e PIB.

O contexto do país em que a empresa desenvolve suas atividades pode oferecer obstáculos para que as companhias obtenham seus melhores resultados. Por exemplo, a dificuldade para buscarem recursos no mercado de capitais, induz a contratação de empréstimos junto ao setor bancário, o que seria uma opção mais cara para a empresa, como apontado por Chen, Sensini e Vazquez (2020).

Medidas dos governos sobre a economia também podem influenciar a estratégia das companhias, ao alterarem o cenário econômico-financeiro da população. Por exemplo, Li, Zhao e Zhang (2024) pesquisaram o efeito de políticas econômicas governamentais sobre a distribuição de dividendos no mercado chinês, e concluíram que houve aumento de pagamento de dividendos das empresas naquele mercado. As ações do governo visavam suavizar os efeitos das flutuações econômicas vindas do exterior sobre o país e estabilizar o crescimento econômico da China.

O efeito de políticas macroeconômicas nas finanças das empresas pode incentivar ou não a alocação de recursos de investidores no mercado de capitais. Além disso, outras variáveis também podem influenciar nesta decisão de aplicação de recursos em determinadas empresas, como a adoção de práticas sustentáveis por parte das empresas, e interesse dos investidores em apoiar as firmas que adotaram tais práticas. O estudo de Lins, Servaes e Tamayo (2017) conclui que empresas com maiores comprometimentos com CSR, obtiveram melhores retorno, valor e volume de vendas em relação àquelas empresas com menores CSR durante a crise de 2008-09, reforçando o retorno positivo da sustentabilidade dentro das empresas.

Starks (2023) chamou a atenção para os valores individuais dos investidores ao aplicarem recursos financeiros em empresas sustentáveis, e o poder de influência deste movimento sustentável dentro da governança das firmas. Isto é, a valorização de determinadas práticas teria o poder de movimentar grande quantidade de recursos financeiros para determinadas companhias que exercessem práticas ESG alinhadas com os interesses dos investidores. A autora chama a atenção para como estas práticas seriam medidas ou influenciariam em pesquisas acadêmicas na perspectiva financeira das empresas.

A adesão às medidas sustentáveis também pode ser vista como uma forma de comunicação com o mercado, não apenas em relação à preocupação das empresas com o bem-estar da população, mas com relação às práticas internas de gestão da empresa. A Teoria da Sinalização foi disseminada pelo estudo de Michael Spence de 1973, cujo título é "*Job Marketing Signling*". As conclusões de Spence foram aplicadas não só na divulgação dos dividendos na área de

finanças, mas também em outras como educação, comércio internacional e psicologia (Balbinotto Neto, 2023). Quando o assunto seria sustentabilidade, há estudos que indicaram o uso desta teoria para comunicação com o mercado.

A sinalização por meio da adoção de práticas ESG parece ser benéfica para a empresa, conforme resultados da pesquisa de Maquieira, Espinosa-Méndez e Arias (2024), sobre o pagamento de dividendos para empresas familiares que adotaram práticas ESG em vários países. Teixeira, Nossa e Funchal (2011) concluíram que as empresas que sinalizavam CSR tiveram relação negativa com o endividamento e o risco em comparação com as que não sinalizam. Mazzioni et al (2023) concluíram que empresas que adotaram práticas ESG e estavam alinhadas com as ODS teriam melhor reputação e valor de mercado, confirmando alguns benefícios na adoção de práticas sustentáveis. Peixoto et al (2016) também corroboraram com o efeito sinalização quando empresas aderem ao ISE. As autoras também concluíram sobre a relação negativa entre a adesão ao índice e o endividamento e o custo de capital, confirmando os benefícios das práticas sustentáveis. Nesta linha de análise, onde firmas teriam acesso à recursos destinados para aquelas comprometidas com causas sustentáveis, há a possibilidade de empresas com práticas ESG terem acesso para captação de recursos com melhores condições no mercado.

Pesquisas sobre títulos sustentáveis foram desenvolvidas, principalmente, abordando países ou mercados desenvolvidos. Por exemplo, cita-se o estudo de Russo, Mariani e Caragnano (2020), que pesquisaram sobre a performance dos títulos sustentáveis, considerando 306 emissões de títulos, por 85 emissores pertencentes a 1788 projetos verdes, no período entre 2013 e 2016. Para a análise dos projetos, os autores também incluíram na análise as características do país que recebeu o projeto, além de também considerarem as características do projeto e a orientação do emissor dos títulos com relação à sustentabilidade.

Além das características de cada mercado, a pandemia do Covid-19 decretada em 2020 foi outro evento externo considerado por pesquisas acadêmicas. As restrições de circulação de pessoas e mercadorias durante a pandemia do Covid-19, decretada pela OMS e pelo Governo Federal brasileiro trouxeram forte impacto no fluxo de caixa e, dificuldade nas previsões das empresas para os períodos subsequentes (Avelar et al, 2021; Barros et al, 2021). Com isso, as decisões corporativas sobre captação de recursos e planos de investimentos no curto e médio prazo foram influenciadas pelo novo contexto de restrições, e dos novos hábitos de consumo inseridos na rotina das pessoas. Este contexto foi verificado em diversos países, mas com intensidades diferentes.

Broadstock et al (2021) investigaram a performance de empresas ESG chinesas durante a pandemia do COVID-19, e concluíram sobre os efeitos positivos das práticas sustentáveis em empresas em períodos de crise, sendo um sinal da valorização destas práticas como forma de se mitigar riscos naquele mercado. Além disso, também indicaram a “oportunidade inigualável” de se verificar empiricamente a performance ESG em um período de crise. No estudo de Sandberg, Alnoor e Tiberius (2023) sobre o mercado europeu, os autores constataram que o *score* ESG também estava positivamente relacionado com a performance de empresas.

Como observado nas conclusões citadas, o ambiente externo pode impactar de forma relevante no planejamento estratégico das empresas, oferecendo maior dificuldade, por exemplo, para captação de recursos. Além deste contexto que se altera com políticas governamentais que, ora buscam o desenvolvimento econômico e ora almejam o controle da inflação, com medidas como incentivo às exportações/importações, controle cambial e a definição da taxa de juros básica (SELIC), há a inserção de demandas da sociedade sobre o comportamento esperado das companhias, como a inclusão de práticas de gestão modernas (governança corporativa) ou sustentáveis, tendo em vista consequências ao meio ambiente.

Os efeitos das mudanças climáticas tornam-se ainda mais relevantes ao se estabelecer relação entre estas mudanças e os impactos macroeconômicos verificados pela sociedade em geral. Atualmente, há estudos que buscam investigar academicamente sobre os desdobramentos destes impactos climáticos na economia, e por consequência, no cotidiano financeiro de empresas e sociedade, como nos estudos de Li et al (2024) e de Chen et al (2024) sobre impacto da mudança climática no desempenho das empresas que adotaram práticas ESG. Parece que estudos como estes tem o objetivo de tornar mais palpáveis os efeitos nocivos da ação humana no meio ambiente ao serem relacionados com indicadores financeiros.

Em resumo, os estudos apresentados indicam que fatores externos à empresa são importantes balizadores para a elaboração de projetos e de estratégias para as mesmas. Gestores precisam articular decisões de alocação e retorno do capital de investidores ao mesmo tempo, levando em consideração o cenário complexo de políticas econômicas e tendências setoriais, e como se viu em 2020, ainda há fatores imprevisíveis, como a pandemia, que trouxeram restrições e oportunidades aos setores e mercados. Por isso, o estudo destas variáveis se faz necessário no intuito de contribuir para a tomada de decisão em diferentes momentos econômicos.

A teoria sobre sustentabilidade indica que a adoção de práticas sustentáveis teria relação positiva com o endividamento, por isso, o sinal esperado para esta hipótese seria positivo.

Segundo estudos como o de Lameira et al (2013), empresas que aderiram às práticas sustentáveis teriam menor risco e maior valor e desempenho. Como estas empresas teriam um aprimoramento na gestão, segundo a teoria da vantagem competitiva de Edith Penrose, os efeitos das crises seriam menores em relação às empresas que não aderiram a temática sustentável, como foi verificado no mercado chinês por Broadstock et al (2021), que investigaram sobre a performance de empresas com práticas sustentáveis. Desta forma, as empresas poderiam utilizar a emissão de títulos ASG como forma de captação de recursos, mesmo em momentos de crise.

Neste ponto, abordando a utilização da emissão dos títulos como forma de sinalização ao mercado, Teixeira, Nossa e Funchal (2011) concluíram que as empresas que sinalizavam CSR tiveram relação negativa com o endividamento e o risco em comparação com as que não sinalizavam. Então, a emissão de títulos também seria uma forma de informar ao mercado sobre esta possibilidade de alocação de recursos para investidores em momentos de crise.

Diante dos estudos citados é apresentada a quarta hipótese para análise:

H₄ = Há relação positiva entre endividamento e a emissão de títulos sustentáveis de empresas brasileiras.

O cenário econômico teria efeito direto sob a emissão de títulos sustentáveis para captação de recursos, uma vez que o crescimento econômico incentivaria a concretização de projetos da empresa. Conforme Avelar et al (2021) verificou especificamente durante a pandemia em 2020, as empresas naquele momento tinham sérias dificuldades financeiras, e isto pode ocorrer em momentos de crise onde se encontram em momentos de baixo fluxo de caixa, dificultando o investimento em projetos de expansão.

Por um lado, a adesão a estas regras seria um fator de custos mais elevados para a companhia, mas por outro lado, com a possibilidade de maior reconhecimento pelo mercado e por investidores, e também, de maiores retornos financeiros (maior risco poderia levar à uma maior rentabilidade), em tese, haveria a alternativa de acesso a captação de recursos a custos menores, no Brasil ou no exterior.

Pelo menos em princípio, este cenário de emissão de títulos estaria relacionado também à fatores externos à empresa, ligados à conjuntura macroeconômica, e que seria incluído como objeto de análise ampla, para a decisão pela opção sustentável. Espera-se que o crescimento da atividade econômica reflita de forma positiva na emissão de títulos, uma vez que o crescimento

do país favoreceria este tipo de alternativa para captação de recursos, e investimento na capacidade produtiva da companhia.

Por fim, após a citação dos estudos é apresentada a quinta hipótese para análise:

H₅ = Há relação positiva entre o endividamento das empresas brasileiras e a as variáveis macroeconômicas.

4.3 – METODOLOGIA

Nesta parte do estudo são apresentados os procedimentos metodológicos desta pesquisa. Andrade (2004) classifica esta pesquisa como descritiva, com a observação e a utilização de dados, mas sem a interferência do pesquisador sobre eles, e também como sendo de natureza quantitativa. Gil (2008) corrobora a classificação como sendo descritiva, e aponta que as pesquisas deste tipo buscariam a relação entre variáveis, sendo esta, uma característica marcante das pesquisas quantitativas.

4.3.1 – Base de Dados

As informações sobre indicadores contábeis e informações financeiras das empresas foram coletadas no software Economática®, compreendendo o período de 2015 a 2023. Nesta pesquisa foram utilizadas informações de empresas de todos os setores, exceto, do setor financeiro e de seguros por suas peculiaridades.

Para a coleta de informações sobre emissões de títulos sustentáveis, optou-se pela consulta ao banco de dados da certificadora ERM NINT®, onde constam o total de 372 emissões de títulos sustentáveis por empresas brasileiras de todos os setores, emitidos entre 01/01/2015 e 31/12/2023.

Segundo ERM NINT® (2023), esta empresa utilizou o nome Sitawi entre os anos de 2013 e 2021, quando mudou o nome para NINT. Em 2023, passou a fazer parte do grupo internacional ERM, que já possuía escritórios no país. A partir daí passou a utilizar o nome ERM NINT®. Segundo ERM (2024), esta é a maior empresa de consultoria no mundo com foco exclusivo em sustentabilidade, e com mais de 50 anos de experiência no setor e escritórios em vários países, incluindo o Brasil.

As pontuações ASG utilizadas para a variável *Score* foram extraídas do site da empresa privada LSEG®, que avalia publicações de várias empresas, e as classifica com uma pontuação de 0 a 100 pontos para os aspectos ambiental, social, governança e total.

Os valores dos títulos emitidos em dólares foram convertidos para real, com base na cotação do dólar Ptax do último dia útil do ano em que o título foi emitido pela empresa. Esta cotação é disponibilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) em seu site.

Para informações sociais e econômicas foram consultados sites do IBGE, Banco Central do Brasil, Fundação Getúlio Vargas (FGV) e de outros órgãos do governo e de pesquisa nacional, caso seja necessário. Os dados coletados e utilizados nesta pesquisa abrangeram o período de 2015 a 2023, buscando-se incluir informações financeiras após o Acordo de Paris e o lançamento do primeiro título ASG por empresa brasileira, ambos em 2015.

Para a variável REGIONAL foi realizada consulta aos sites das empresas para verificação da presença de escritório, franquias ou distribuidor da empresa na região do Programa de Pós-Graduação, à qual esta pesquisa está vinculada.

Os valores em dólar e euro foram convertidos para real, com a cotação do dólar PTAX do último dia útil do ano em que o título foi emitido. Esta cotação é disponibilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Para informações sociais e econômicas foram consultados os sites do IBGE, do Banco Central do Brasil e da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

4.3.2 – Análise dos Dados

As análises foram feitas com o uso de regressão linear com dados em painel, assim como em diversos estudos em finanças no Brasil, entre eles Teixeira, Nossa e Funchal (2011), Pereira (2013), Oliveira (2018), Carrera Junior (2018), e Mamede (2019).

Para a definição da melhor técnica (dados empilhados, regressão com efeitos fixos ou aleatórios) a ser aplicada para os modelos propostos de regressão linear, foram realizados testes estatísticos.

Para a análise dos fatores externos foi necessário considerar o ano de 2020 como ano em que houve o fator exógeno (crise), no caso a pandemia decretada pela OMS e pelo Governo Federal do Brasil, e impactou profundamente os resultados financeiros das empresas. A partir do ano de 2021, os resultados financeiros foram considerados como de retomada dos resultados. Peixoto (2012) utilizou estratégia semelhante para desenvolvimento de sua pesquisa, ao utilizar o ano de 2008 como ano de crise.

4.3.3 – Construção das Variáveis e dos Modelos Econométricos

Nesta parte da metodologia são apresentados as variáveis e o modelo econométrico a ser utilizado nesta pesquisa. Inicialmente são definidas as variáveis e as descrições das mesmas. A Figura 8 resume as informações sobre as variáveis deste estudo.

A variável dependente é apresentada abaixo:

Endiv: variável teste de endividamento, medida pela razão entre o valor da dívida bruta e o patrimônio líquido das empresas. Esta variável foi utilizada em estudos anteriores sobre endividamento, como o de Peixoto et al (2016).

Em seguida, são apresentadas as variáveis explicativas ou independentes.

TS: valor em Reais dos Títulos Sustentáveis emitidos pelas empresas no período. Essa variável avalia o endividamento por meio da emissão de títulos privados. Para a análise estatística, todos os 4 tipos de títulos (social, sustentável, transição e verde) são considerados na somatória dos títulos sustentáveis de cada empresa para cada ano. Os valores foram extraídos da base de dados no site da consultoria ERM NINT®, com informações financeiras entre os anos de 2015 e 2023. Os valores em dólares foram convertidos para o Real, com a cotação do dólar Ptax do último dia útil do ano da emissão do título. Esta cotação do dólar é divulgada pelo Bacen em seu site.

SCORE: variável de sustentabilidade, que será o valor da classificação total de cada empresa apurada pela empresa LSEG®, assim como estudos recentes, como o de Chen e Xie (2022) e Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020), que utilizaram *scores* ou *ratings* de forma semelhante. Os primeiros autores usaram banco de dados da Bloomberg® e os últimos a pontuação disponibilizada pela Thomson Reuters®.

DIV_YELD: indicador de lucratividade, o *Dividend Yeld* é calculado como a razão entre os dividendos por ação e o Preço da ação. Essa variável foi utilizada no estudo de Peixoto et al (2016).

CRISE: para estudo da relação entre o endividamento por títulos sustentáveis e o período de crise, será utilizada uma *dummy* para o ano de 2020, ano em que foi decretada a pandemia pela OMS e pelo Governo Federal do Brasil. O estudo de Peixoto (2012) foi utilizado como referência teórica, uma vez que a autora utilizou a *dummy* para análise da crise de 2008.

A seguir são apresentadas as variáveis de controle:

PIB: essa variável macroeconômica avalia a relação entre as variáveis independentes e o crescimento do PIB Brasil, assim como em estudos de Bernardo, Albanez e Securato (2018) e Medeiros (2021) que realizaram estudo sobre estrutura de capital.

REGIONAL: a variável Regionalidade foi utilizada tendo como premissa a análise da desconcentração de empresas nas capitais brasileiras. O artigo de Tourinho e Sheng (2017) indicaram a diferença social e econômica dentro do território brasileiro. Então, com o objetivo de se verificar a desconcentração de empresas em capitais, fez-se a opção de verificar quais empresas teriam atuação (escritório, franquias ou distribuidor) na região do Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, sendo parte da macrorregião de atuação do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia.

VARIÁVEIS	MEDIDA DE:	DESCRIÇÃO	AUTORES	SINAL ESPERADO
VARIÁVEIS DEPENDENTES				
Endiv	Endividamento	Dívida Bruta / Patrimônio Líquido	Peixoto et al (2016)	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES				
TS	Sustentabilidade	Valor dos títulos sustentáveis emitidos pelas empresas em reais.		(-)
SCORE	Sustentabilidade	Pontuação total da empresa apurado pela LSEG®	Chen e Xie (2022); Verga Matos, Barros e Miranda Sarmiento (2020)	(+/-)
DIV_Yield	Lucratividade	Dividendos por ação/Preço da ação	Peixoto et al (2016)	(-)
CRISE	Fator Macroeconômico	Dummy para ano de pandemia	Peixoto (2012)	(-/+)
VARIÁVEIS DE CONTROLE				
PIB	Fator Macroeconômico	Variável referente ao crescimento do PIB Brasil	Bernardo, Albanez e Securato (2018);	(+/-)

REGIONAL	Regionalidade	Dummy para empresas com presença no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba.	Tourinho e Sheng (2017)	(-/+)
-----------------	---------------	---	-------------------------	-------

FIGURA 8 – Resumo das Variáveis. Fonte: Elaborado pelo Autor (2024)

O modelo econométrico utilizado neste estudo é apresentado no Modelo 3.

$$\text{Endiv}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TS}_{it} + \beta_2 \text{SCORE}_{it} + \beta_3 \text{Div_Yeld}_{it} + \beta_4 \text{PIB}_{it} + \beta_5 \text{CRISE}_{it} + \beta_6 \text{REGIONAL}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Modelo 3)

4.4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste item, são apresentados a análise descritiva das variáveis, os resultados da regressão e a relação dos resultados com a literatura acadêmica.

Nesta pesquisa foram realizadas análises com a regressão linear múltipla com dados empilhados (*pooled data*). O teste de Chow indicou este modelo como mais apropriado que o modelo de efeitos fixos (Prob > F = 0.0034). Gujarati e Porter (2011) explicaram que neste modelo, os dados são empilhados e as heterogeneidades dos setores são desconsideradas. O teste VIF indicou que não há multicolinearidade (1,41 Mean VIF)

A análise descritiva das variáveis é apresentada na Tabela 6.

TABELA 6 – Análise descritiva das variáveis

	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Endiv	2008	154,728	1633,847	-5852,76	59767,86
DIV_Yeld	1823	3,6002	6,9851	0	135,2787
TS	58	1566,902	1798,79	60	6975
SCORE	872	51,8614	22,1705	9	91
CRISE	2541	0,1111	0,3143	0	1
PIB	2079	-0,3145	2,63541	-3,88	4,6
REGIONAL	2079	0,1856	0,38893	0	1

Fonte: Resultados da pesquisa (2024). Legenda das variáveis: ENDIV: variável de endividamento; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; Div_Yeld: Variável de lucratividade; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; CRISE: variável *dummy* de crise no ano de 2020; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

A Tabela 7 apresenta o resultado da correlação entre as variáveis desta pesquisa. Os resultados não indicaram correlação forte entre as variáveis do estudo. Entre elas, destaca-se a correlação entre PIB e CRISE, que houve indicação negativa mediana entre as variáveis.

TABELA 7 – Matriz de correlação entre as variáveis

	ENDIVID	TS	SCORE	DIV_YELD	PIB	CRISE	REGIONAL
ENDIV	1,00						
TS	0,3719	1,00					
SCORE	0,0327	0,3710	1,00				
DIV_Yeld	0,1303	0,2431	-0,0079	1,00			
PIB	-0,0426	-0,094	0,0043	0,0604	1,00		
CRISE	0,0652	0,2950	0,0006	-0,0822	-0,4755	1,00	
REGIONAL	-0,0004	0,1662	0,1938	-0,0492	0,0011	0,0004	1,00

Fonte: Resultados da pesquisa (2024).

Legenda das variáveis: ENDIV: variável de endividamento; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; Div_Yeld: Variável de lucratividade; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; CRISE: variável *dummy* de crise no ano de 2020; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

Na Tabela 8 são apresentados os resultados da regressão com a variável dependente Endiv. Os resultados da pesquisa indicaram relação positiva entre a variável dependente Endiv e a variável teste TS, ao nível de 5% de significância estatística. Isto quer dizer, que a emissão de títulos sustentáveis influencia positivamente no endividamento das empresas, apesar dos valores das emissões de títulos ainda não serem proporcionalmente relevantes no endividamento total das firmas. Desta forma, a hipótese H₄ pôde ser confirmada.

TABELA 8 – Resultados da regressão sobre títulos sustentáveis

Endiv	Coef	Erro Padrão	t	p > [t]	[95% Intervalo Confiança]	
TS	0,5923	0,0225	2,63	0,013	0,0133	0,1051
SCORE	1,6366	1,9404	0,84	0,405	-2,3208	5,5942
DIV_Yeld	-6,1953	3,8510	-1,61	0,118	-14,049	1,6588
PIB	6,3665	16,1674	0,39	0,696	-26,607	39,3402
CRISE	206,70	179,51	1,15	0,258	-159,423	572,836
REGIONAL	-104,879	92,23	-1,14	0,264	-293,00	83,244
_cons	52,7870	124,40	0,42	0,674	-200,94	306,522
R ²	0,3836					
R ² Ajustado	0,2643					
Nº obs	38					
Prov > F	0,0143					

Fonte: Resultados da pesquisa (2024). Legenda das variáveis: ENDIV: variável de endividamento; TS: Títulos Sustentáveis; SCORE: Pontuação total ASG na empresa LSEG; Div_Yeld: Variável de lucratividade; PIB: Produto Interno Bruto brasileiro; CRISE: variável *dummy* de crise no ano de 2020; REGIONAL: Empresas brasileiras com escritório, franquia ou distribuidor na macrorregião do Triângulo Mineiro.

Para as demais variáveis independentes não houve significância estatística, indicando que: i) não há relação entre o endividamento e a divulgação de informações sustentáveis das firmas; ii) não houve indicação de relação entre o endividamento e o crescimento do PIB, isto é, a oscilação macroeconômica não influencia no endividamento das companhias; iii) não há relação entre o endividamento e a emissão de títulos sustentáveis em anos de crise e, por fim, iv) que não há relevância estatística entre o endividamento e a concentração de escritórios na macrorregião do Triângulo Mineiro.

Sobre o efeito de fatores externos da empresa, Bernardo, Albanez e Securato (2018) concluíram em seu estudo que a estrutura de capital teria relação mais relevante com características da firma do que com fatores macroeconômicos, sugerindo que novos estudos deveriam investigar os efeitos de fatores macroeconômicos que são diferentes em cada país.

Lameira et al (2013) discorreu sobre o menor risco de empresas sustentáveis e ao que parece, a emissão de títulos pode ser uma opção viável para captação de recursos, especialmente, quando fatores macroeconômicos não são favoráveis. O sinal positivo para a variável *CRISE* parece indicar que o endividamento da empresa aumenta nestes momentos.

Indicativos de significância estatística e de sinais de relação foram observados, como nos casos da relação positiva entre as variáveis *ENDIV* e *DIV_YIELD* e entre *ENDIV* e *SCORE*. Com as variáveis *PIB*, *CRISE* e *REGIONAL* a relação foi negativa, refutando a teoria sobre o endividamento quando há oscilações com variáveis macroeconômicas, e a presença de subsidiárias na região do Triângulo Mineiro. Portanto, a hipótese H_5 também não pôde ser confirmada.

Esperava-se que houvesse a confirmação de que a presença de subsidiárias de empresas brasileiras na macrorregião do Triângulo Mineiro tivesse relação positiva com a emissão de títulos sustentáveis, confirmando o benefício da presença de grandes empresas na região da Pós-Graduação. Porém, os resultados indicaram relação negativa, mas sem relação estatística significativa.

O mesmo ocorreu para a variável *CRISE*, que não apresentou resultado estatístico significativo. Entretanto, neste caso houve indicação de relação positiva, ou seja, em períodos de crise pode ser que ocorra elevação na utilização de capital de terceiros, incluindo os títulos sustentáveis, devido à queda no faturamento, por exemplo.

Talvez a quantidade de informações disponíveis até o momento seja um fator que tenha influenciado na análise estatística, o que poderá ser verificado em estudos posteriores, quando

a quantidade de títulos emitidos por empresas brasileiras for aumentando. Entretanto, já foi possível verificar a relação estatística entre as variáveis sobre endividamento e emissão de títulos sustentáveis, indicando que pesquisas futuras podem identificar mais informações sobre, por exemplo, o momento mais adequado para o lançamento dos títulos no mercado.

Novos estudos precisariam ser realizados para a confirmação das conclusões aqui identificadas, corroborando com Chen, Sensini e Vasquez (2020), que afirmaram sobre a necessidade de se pesquisar a influência de indicadores macroeconômicos em países emergentes, pois as conclusões extraídas de países desenvolvidos poderiam ser diferentes de outros mercados.

A literatura identificou vantagens da comunicação com o mercado quando há a divulgação de informações da empresa sobre sustentabilidade, como no estudo de Teixeira, Nossa e Funchal (2011) sobre RSC. Ao que parece, o mesmo ocorre quando há a participação nos *ratings* de empresas de consultoria reconhecidas no mercado, como identificado na pesquisa de Horn e Oehler (2024). Mas os resultados aqui apresentados pela regressão linear múltipla com dados em painel não corroboraram estas conclusões.

4.5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo investigar a análise entre variáveis financeiras das empresas e variáveis externas. O estudo do ambiente onde as companhias atuam se mostra relevante pela influência positiva ou negativa, e as oportunidades do contexto externo nos planejamentos estratégicos das empresas. Propostas de investimento e expansão são costumeiramente afetados pelas condições em que o mercado se encontra, e por isso, decisões podem ser reanalisadas em condições de pré-crise, crise ou pós-crise.

Como Chen, Sensini e Vazquez (2020) citaram, o mercado em países emergentes ainda seria pouco estudado, ao contrário do que ocorre em mercados desenvolvidos. Em países mais ricos, as variáveis macroeconômicas tendem a oscilar menos, e o processo de recuperação do mercado tende a ser mais rápido, seja pela robustez financeira do mercado consumidor, seja pelo empenho mais efetivo dos governos na retomada da economia. Por isso, esta pesquisa ganha relevância ao servir de fonte de informação para empresas, investidores e poder público.

Os resultados estatísticos indicaram relação positiva entre a variável endividamento e a emissão de títulos sustentáveis e, portanto, a hipótese 4 pôde ser confirmada. Espera-se que esta forma de captação de recursos impacte no endividamento, mas esperava-se também encontrar relação

com as outras variáveis de controle, indicando relação com variáveis macroeconômicas e de localização geográfica.

Nesta pesquisa foram utilizados dados de empresas nacionais que emitiram títulos ligados à temática ASG no Brasil e no exterior, a partir de 2015. A teoria aponta para o crescimento da eficiência organizacional (vantagem competitiva) ao adotar práticas sustentáveis, com o aprimoramento da gestão e o avanço na comunicação com *stakeholders*. Por isso, este estudo impulsiona a pesquisa sobre o tema ESG no Brasil, que verifica crescimento nas emissões destes títulos nos últimos 5 anos.

Em relação aos resultados, a quinta hipótese não pôde ser confirmada, pois não houve significância entre o endividamento e as variáveis macroeconômicas utilizadas no modelo econométrico. Talvez seja necessário o uso de informações financeiras setorializadas para análise da relação com informações macroeconômicas e em relação à variável regional. Esperava-se que os resultados estatísticos confirmassem a relação entre o endividamento de empresas em momentos de crise, como a verificada em 2020, já que o fluxo de caixa das companhias tende a ser afetado nestes momentos.

Este estudo abordou o mercado brasileiro de títulos sustentáveis de forma inédita ao utilizar as informações das empresas e os valores dos títulos na análise estatística. Estudos anteriores utilizaram a emissão desses títulos como *dummy* para investigar a relação entre as variáveis. Também é esperado que este estudo contribua com a sociedade de forma a expandir e incentivar o desenvolvimento de pesquisas sobre sustentabilidade, além de incentivar o consumo e a produção consciente por parte de empresas e consumidores. Assim, esta pesquisa estaria contribuindo para o objetivo 12 das ODS (Objetivo de Desenvolvimento Sustentável).

O desenvolvimento da pesquisa abordando o aspecto regional também pode incentivar e apoiar o crescimento de políticas para a desconcentração produtiva em grandes metrópoles das regiões Sul e Sudeste do Brasil. E esta desconcentração pode trazer benefícios sociais e econômicos que poderão ser verificados por pesquisas acadêmicas futuras, além de claro, melhorarem a qualidade de vida da população da região do Programa de Pós-Graduação da FAGEN/UFU.

Como limitação desta pesquisa aponta-se a quantidade de observações da população utilizada para o estudo, o que restringe, mas não invalida, as conclusões sobre a análise dos resultados estatísticos. Por isso, sugere-se nova análise à medida que a quantidade de emissões de títulos aumente, e a normas sobre ASG se alterem. Outras sugestões seriam pesquisas comparativas

entre emissões desses títulos por setores ou comparativo entre países, buscando confirmar ou não as relações entre as variáveis.

Como destacado anteriormente, pesquisas internacionais levantaram questionamentos sobre o efeito das medidas sustentáveis na vida da sociedade. Por isso, também sugere-se que seja verificado se as práticas sustentáveis influenciam de forma efetiva e positiva na vida da população local, como é de se esperar, com a análise de indicadores sociais, como IDH, nível de escolaridade, níveis de segurança e criminalidade e acesso a infraestrutura básica, entre outros aspectos.

CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO

A temática sustentável foi abordada ao longo desta tese com a apresentação de estudos e teorias desenvolvidas nas últimas décadas em vários países, incluindo o Brasil. Os investimentos realizados por empresas em práticas sustentáveis e a alocação de recursos de investidores reforçaram o crescimento e a relevância da demanda da sociedade por maior participação das empresas na melhoria de vida da população.

Pesquisadores vêm apresentando dados sobre o efeito das alterações no meio ambiente causadas, pelo menos em grande parte, pelo ser humano. Dentro destas alterações estão as mudanças climáticas, responsáveis por influenciar no planejamento de empresas e governos, no processo de produção de empresas, na rotina da população, e na macroeconomia dos países. Tendo em vista esse contexto, essa pesquisa buscou verificar empiricamente sobre o efeito de medidas de impulsionamento da sustentabilidade dentro das finanças corporativas, utilizando de forma inédita os valores captados com a emissão de títulos privados associados à temática ESG por empresas brasileiras no mercado nacional e internacional.

Sendo assim, o objetivo dessa tese foi de verificar a relação entre a emissão de títulos sustentáveis no Brasil e no exterior em relação ao desempenho e à estrutura de capital de empresas brasileiras, considerando fatores do cenário macroeconômico. Para isso, foram extraídos valores dos títulos emitidos no banco de dados da empresa ERM NINT®, que além de organizar informações sobre a temática ASG, também presta consultoria às firmas na América Latina. Também foi utilizada a pontuação ASG (*score*) elaborada pela empresa LSEG®, reconhecida no mercado financeiro, e utilizadas informações financeiras das empresas extraídas do *software* Economática®. As informações utilizadas aqui abrangeram o período de 2015 a 2023, e para a análise da relação estatística foi utilizada regressão linear com dados em painel, pelo método de dados empilhados (*pooled*).

Sobre as partes apresentadas nesta pesquisa, no primeiro capítulo introdutório, é citado o contexto geral desta tese; no segundo capítulo foi realizado um ensaio retomando historicamente os temas sustentabilidade, endividamento e internacionalização em finanças corporativas, dentro da demanda mundial atual por sustentabilidade. No Brasil, também foram apresentadas pesquisas sobre os temas, citando pontos históricos relevantes no país e que fazem parte do processo de crescimento desta temática no mercado de capitais.

No terceiro capítulo foi realizado um estudo empírico relacionando o desempenho de empresas brasileiras que emitiram títulos sustentáveis, e os resultados apontaram relação negativa e significativa entre a emissão e o desempenho das firmas (ROE), com a relação estatística negativa entre variável de desempenho e a variável de emissão de títulos sustentáveis, indicando que a emissão de títulos reduz a produtividade da empresa e utiliza recursos que deveriam ser direcionados para os acionistas. Também foi indicada relação positiva entre as variáveis de desempenho e a variável macroeconômica, em que há relação entre o desempenho e o crescimento da economia. Por fim, o estudo apontou a relação significativa e positiva entre o desempenho e o índice de sustentabilidade da B3, que sugerem que empresas que emitiram títulos sustentáveis obteriam melhores desempenhos, reforçando a teoria que diz sobre os benefícios para as firmas que adotam estas práticas.

No quarto capítulo desenvolveu-se outro estudo empírico, nesse caso relacionando o endividamento e a emissão de títulos sustentáveis. O resultado foi de relação estatística positiva e significativa para esta análise. Portanto, os títulos teriam impacto no endividamento da empresa, apesar desta forma de endividamento ser baixa em relação ao endividamento total. Para as demais variáveis de controle ligadas à fatores externos, como evolução do produto interno bruto, momentos de crise e regionalidade, não houve indicação de relação significativa, mas de relação contrária, isto é, quando há oscilação positiva destas variáveis, há redução do endividamento das empresas.

Esta tese analisou de forma inédita no Brasil a relação entre desempenho e a emissão de títulos com temática ASG de empresas brasileiras, utilizando os valores dos títulos emitidos como variável. Outro ponto a ser destacado foi a utilização do *Score* total das firmas, elaborado por empresa internacional reconhecida no mercado, como variável de estudo. Desta forma, foi possível verificar a relação entre a temática sustentável e variáveis financeiras e macroeconômicas em cada estudo empírico. A percepção do mercado sobre a divulgação de informações sustentáveis das empresas pode ser verificada também, ao se utilizar *score* elaborado com estas informações (Teoria da Sinalização).

Ao que parece pelos resultados sobre desempenho e títulos sustentáveis, há sim relação entre a emissão desses títulos e o desempenho de empresas. Porém, infere-se que nem todas as práticas consideradas sustentáveis podem afetar de forma decisiva para a melhoria dos indicadores de produtividade, rentabilidade e lucratividade das firmas. O uso de *scores* aparenta ser uma forma positiva de classificar empresas de diferentes setores e de diferentes contextos, mas novas

pesquisas poderiam ser desenvolvidas no intuito de aprimorar *ratings* de classificação quanto à sustentabilidade e ao setor.

O ano de 2020, ano em que houve o decreto de pandemia do Covid-19, foi utilizado aqui como momento de crise pela qual as empresas precisaram se adaptar e manter as operações internas. Esperava-se que houvesse identificação de relação estatística desta variável com o desempenho e o endividamento das firmas, mas os resultados não confirmaram esta possibilidade.

Em relação a contribuição social, esta pesquisa está alinhada com o propósito número 12 do Objetivo para Desenvolvimento Sustentável (ODS-12), ao incentivar práticas de empresas e ao apoiar padrões de consumo mais sustentáveis por parte dos consumidores. O efeito da emissão dos títulos pode ir além do financeiro, ao também incentivar práticas de melhoria de vida para população, e ao incentivar valores éticos e legais dentro de grandes companhias.

Em relação à contribuição regional, não foi possível confirmar empiricamente a relação entre o desempenho e a presença de empresas na região do programa de pós-graduação à qual este estudo está vinculado (PPGA/FAGEN/UFU), mas acredita-se que o trabalho contribui para análise e incentivo à produção de pesquisas sobre a migração do setor produtivo para a região do programa de pós-graduação. O processo de migração de empresas para esta região pode trazer melhorias para a qualidade de vida da população local, e fornecer dados para a continuidade de pesquisas sobre o tema associado a outros assuntos, como indicadores de qualidade de vida (IDH), níveis de escolaridade e taxas de criminalidade, por exemplo.

Como limitação desse estudo, cita-se a quantidade de títulos com temática ASG emitidos no Brasil, que cresce anualmente devido ao interesse de empresas e investidores, mas ainda é pequena quando comparado com outros mercados emergentes. Sendo assim, sugere-se para estudos futuros, a replicação deste estudo em anos posteriores, à medida que as emissões de títulos aumentarem, e comparando com resultados de outros mercados, se possível. Outra questão levantada por estudos internacionais se refere à verificação dos efeitos da utilização de práticas sustentáveis na melhoria da qualidade de vida da sociedade, como por exemplo, a melhoria em indicadores sociais e econômicos locais ou regionais, como forma de se verificar se as ações das empresas tiveram algum impacto na vida das pessoas.

Por fim, o estudo da relação entre os temas utilizados nesta pesquisa pode ser aprofundado com, por exemplo, o desenvolvimento de pesquisas sobre regionalidade e sustentabilidade ou sobre sustentabilidade e crise em países emergentes.

REFERÊNCIAS

Abdala, P. R., Guzzo, R. F., & Santos, S. D. A. (2010). Propaganda Verde ou fachada verde? Uma análise do nível de greenwash nos anúncios com apelos ecológicos no Brasil. *Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Achour, Z., & Boukattaya, S. (2021). The Moderating Effect of Firm Visibility on the Corporate Social Responsibility-Firm Financial Performance Relationship: Evidence from France. In *Corporate Social Responsibility*. IntechOpen. DOI: 10.5772/intechopen.95861

Agência Brasil (2022) – Emissões de Títulos Sustentáveis Batem Recorde no Brasil. Publicado em 26/09/2022. Acesso em Setembro de 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2022-09/emissoes-de-titulos-sustentaveis-batem-recorde-no-brasil#:~:text=Entre%202015%20e%202019%2C%20a,trilh%C3%A3o%20em%202020%20e%202021>.

Agenda 2030 – *Plataforma Agenda 2030*. Disponível em: <http://www.agenda2030.com.br/>. Acessos entre Junho e Outubro de 2021.

Aguiar, M. P & Carneiro, C. M. B. (2020). Análise do Desempenho Social das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em 2019. *Anais do XXII ENGEMA – Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente*. 23 e 24 de Novembro de 2020, São Paulo/SP. Disponível em: <http://engemausp.submissao.com.br/22/anais/arquivos/365.pdf?v=1632171648>

Ahmad, N. G., Barros, V., & Sarmiento, J. M. (2018). The determinants of dividend policy in Euronext 100. *Corporate Ownership & Control*, 15(4), 8-17. <http://doi.org/10.22495/cocv15i4art1>

Albanez, T. (2012). *Efeitos do Market Timing sobre a Estrutura de Capital de Companhias Abertas Brasileiras*. 260 f. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-01112012-195136/publico/TatianaAlbanezVO.pdf>

- Albuquerque Filho, A. R., da Rocha Garcia, E. A., & de Vasconcelos, A. C. (2024). Influência da Internacionalização no Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras e Europeias. *Revista Gestão Organizacional*, 17(1), 06-33. DOI: <https://doi.org/10.22277/rgo.v17i1.7170>
- Andrade, J. C. S., & Costa, P. (2008). Mudança climática, protocolo de Kyoto e mercado de créditos de carbono: desafios à governança ambiental global. *Organizações & Sociedade*, 15, 29-45. <https://doi.org/10.1590/S1984-92302008000200002>
- Andrade, A. M. F., & Galina, S. V. R. (2013). Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(2), 239-262. doi:10.1590/S1415-65552013000200007
- Andrade, M. M.; (2004) *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação*. (6). Editora Atlas, São Paulo.
- Andrade, V. A, Muntaser, J. G. S., & Prado, T. A. R. (2022). Influência de variáveis macroeconômicas no preço das ações do setor financeiro da b3. *Revista De Economia Mackenzie*, 19(1), 170–190. Recuperado de <http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/rem/article/view/14944>
- Andreoli, T. P., Costa, E. D. S., & Prearo, L. C. (2022). Julgamento dos consumidores acerca da prática do greenwashing: desenvolvimento e validação de escala. *BBR. Brazilian Business Review*, 19, 508-524. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.5.3.pt>
- Avelar, E. A., Ferreira, P. O., Da Silva, B. N. E. R., & Ferreira, C. O. (2021). Efeitos da pandemia de covid-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras. *Revista Gestão Organizacional*, 14(1), 131-152. DOI: <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i1.5724>
- Aydogmus, M., Gulay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- B3 – Disponível em www.b3.com.br. Acessos em 2022 e 2023
- Balbinotto Neto, G. (2023). *Os 50 anos da Teoria Econômica da Sinalização de Michael Spence: importância, relevância e aplicações*. Análise: Conjuntura Nacional e Internacional. FCE/UFRGS. Porto Alegre. 26 out. 2023. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/267265/001187792.pdf?sequence=1>
- Bansi, A. C. (2017). *O Papel da Sustentabilidade Organizacional na Relação entre o Grau de Internacionalização e o Desempenho de Empresas Multinacionais*. 139 f. Tese (Doutorado em

Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEARP/USP. Ribeirão Preto/SP. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-04122017-142243/en.php>

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>

Barros, P. A. M., Freitas Júnior, O. G., Carvalho, V. D. H., Braga, M. M., & Medeiros, F. M. (2021). Impacto da pandemia de Covid-19 para as organizações empresariais brasileiras. *Perspectivas em Gestão & Conhecimento*, 11(3), 37-55. <https://dx.doi.org/10.22478/ufpb.2236-417X.2021v11n3.59356>

Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M., & Vieira, P. R. (2024). ESG performance and firms' business and geographical diversification: An empirical approach. *Journal of Business Research*, 172, 114392. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.114392>

Ben Salah, O., & Ben Amar, A. (2022). Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *Journal of Global Responsibility*, 13(3), 268-289. DOI 10.1108/JGR-10-2021-0082

Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Macroeconomic and institutional factors, debt composition and capital structure of Latin American companies. *BBR. Brazilian business review*, 15(2), 152-174. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>

BCB – Banco Central do Brasil. Disponível em www.bcb.gov.br. Acessos em 2022 e 2023.

Borini, F. M., Ribeiro, F. C. F., Coelho, F. P., & Proença, E. R. (2006). O Prisma da Internacionalização: Um Estudo de Caso. *Revista de Administração FACES Journal*, 3(5), 42-55. DOI: <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2006V5N3ART81>

Borsatto, J. M. L. S., & Amui, L. B. L. (2019). Green innovation: unfolding the relation with environmental regulations and competitiveness. *Resources, Conservation and Recycling*, 149, 445-454. <https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2019.06.005>

Borsatto, J. M. L. S., Bazani, C., & Amui, L. (2020). Regulamentações Ambientais, Inovação Verde e Desempenho: Uma Análise de Empresas do Setor Industrial de Países Desenvolvidos e Países em Desenvolvimento. *BBR. Brazilian Business Review*, 17, 559-578. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.5.5>

- Brandão, C. A. (2004). A dimensão espacial do subdesenvolvimento: uma agenda para os estudos urbanos e regionais. Campinas, Instituto de Economia-UNICAMP. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/296836522.pdf>
- Bressan, V. G. F., Lima, J. E. D., Bressan, A. A., & Braga, M. J. (2009). Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 47, 89-122. <https://doi.org/10.1590/S0103-20032009000100004>
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance research letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Brüseke, F. J. (1995). O problema do desenvolvimento sustentável. *Desenvolvimento e natureza: estudos para uma sociedade sustentável*. São Paulo: Cortez. Disponível em: <http://biblioteca-repositorio.clacso.edu.ar:8080/bitstream/CLACSO/3543/1/cavalcanti1.pdf#page=14>
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E., Al Mubarak, M., & Hamdan, A. M. (2020). Corporate social responsibility disclosure and firms' performance in Mediterranean countries: a stakeholders' perspective. *EuroMed Journal of Business*, 15(3), 361-375. DOI 10.1108/EMJB-05-2019-006
- Busch, T., & Friede, G. (2018). The robustness of the corporate social and financial performance relation: A second-order meta-analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(4), 583-608. <https://doi.org/10.1002/csr.1480>
- Carrera Junior, J. M. (2018). *State Ownership and Brazilian Multinational Enterprises: Degree of Internationalization and Financial Performance*. Tese (Doutorado em Administração). Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP). São Paulo. 133 f. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/24473>
- CEBDS - Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável. (2021). Acessos em Maio/Junho de 2021. Disponível em: www.cebds.org.

- Chen, Y., Ren, Y. S., Narayan, S., & 0Huynh, N. Q. A. (2024). Does climate risk impact firms' ESG performance? Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 81, 683-695. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.12.028>
- Chen, Y., Sensini, L., & Vazquez, M. (2021). Determinants of leverage in emerging markets: empirical evidence. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 11(2), 40. DOI: <https://doi.org/10.32479/ijefi.10997>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Costa, A. P. C., & Gambetta, L. C. (2016). A internacionalização de empresas brasileiras como forma de vantagem competitiva na era da globalização. *Revista Inteligência Competitiva*, 6(4), 161-195. DOI: <https://doi.org/10.24883/IberoamericanIC.v6i4.198>
- Costa, C. D., Schreiber, D., Figueiró, P. S., & Viana, L. P. (2024). Distinguishing Green Marketing From Greenwashing: Insights From Data Analysis of Banco do Brasil SA and Natura & Co. *Comunicação e sociedade*, (45), 1-20. DOI: [https://doi.org/10.17231/comsoc.45\(2024\).5154](https://doi.org/10.17231/comsoc.45(2024).5154)
- Dalmácio, F. Z., Rezende, A. J., & Dos Santos, R. B. (2021). Mecanismos de Governança Corporativa e Recomendações dos Analistas de Mercado: Novas Evidências a Partir da Perspectiva da Teoria da Sinalização. *Revista Universo Contábil*, 16(3), 121–139. <https://doi.org/10.4270/ruc2020318>
- De Freitas Netto, S.V., Sobral, M.F.F., Ribeiro, A.R.B. et al. (2020). Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. *Environmental Sciences Europe* 32(19). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>
- De Oliveira, T., Jesuka, D., Peixoto, F. M. ., & Tizziotti, C. P. P. . (2021). Do Sustainability and Covid-19 Affect Firms Perfomance, Value and Risk in Brazil?. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 14(2), 227–239/240. <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140209>
- De Souza Macedo, P., Rocha, P. S., Rocha, E. T., Tavares, G. F., & Jucá, M. N. (2022). O Impacto do ESG no Valor e Custo de Capital das Empresas. *Contabilidade Gestão e Governança*, 25(2), 159-175. DOI: <https://doi.org/10.51341/cgg.v25i2.2802>

- Delmas, M. A.; Burbano, V. C. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1966721>
- Donaldson, L. (1999) Teoria da Contingência Estrutural. In: Clegg, S.; Hardy, C.; Nord, W. *Handbook de estudos organizacionais*. (p. 105-133) V. 1, São Paulo: Atlas.
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental quality management*, 8(1), 37-51.
- ERM NINT (2024). Disponível em www.nintgroup.com. Acessos em 2024
- Floriani, D. E., & Fleury, M. T. (2012). O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(3), 438-458. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000300007>
- Floriani, D. E., Vasconcellos, S. L. D., Morandi, C. L., & Andersson, S. (2023). Velocidade e Longevidade: Elementos da Internacionalização de Empresas de Base Tecnológica. *BBR. Brazilian Business Review*, 20, 540-560. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.1030.pt>
- Franco, A. G., & Batista, M. M. (2024). Entre “Slogans Verdes” e “Comportamentos Cinzentos”: Explorando a Dicotomia Entre as Práticas de ESG e as Realidades Operacionais. *Revista Eletrônica Multidisciplinar de Investigação Científica*, 3(14). <https://doi.org/10.56166/remici.243v3n141166>
- Freitas Cardoso, G., Santos Souza, G., & Silva Pereira, V. (2018). Efeitos do Endividamento em Moeda Estrangeira no Desempenho das Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(2). DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2018110202>
- Gianfrate, G., & Peri, M. (2019). The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. *Journal of Cleaner Production*, 219, 127-135. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.022>
- Gil, A.C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. (6). Editora Atlas, São Paulo.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>

Giráldez, J., & Fontana, S. (2021). Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier in Sovereign Financing. Available at SSRN 3829946. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3829946> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3829946>

Gomes, T. G., Borsatto, J. M. L. S., & Araújo, A. A. (2022). Títulos Verdes e Desempenho: uma análise das empresas brasileiras de capital aberto. *Ciencias da Administração*, 24(62), 140-151. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2022.e84781>

GSIA – Global Sustainable Investment Alliance. (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020*. Disponível em: <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

Guedes, D. S., Oliveira, E. R., Santos, G. C. dos, & Ferreira, R. A. (2021). Relação do Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas do Agronegócio da B3 e os Ciclos Econômicos. *Redeca, Revista Eletrônica Do Departamento De Ciências Contábeis & Departamento De Atuária E Métodos Quantitativos*, 8(1), 128–143. <https://doi.org/10.23925/2446-9513.2021v8i1p128-143>

Guimarães, T. M., Peixoto, F. M., & Carvalho, L. (2017). Sustentabilidade Empresarial e Governança Corporativa: Uma Análise da Relação do ISE da BM&FBOVESPA com a Compensação dos Gestores de Empresas Brasileiras. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11(2). <https://doi.org/10.17524/repec.v11i2.1418>

Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. (5). McGraw Hill, Porto Alegre.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: www.ibge.gov.br. Acessos em 2022 e 2023.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

Horn, M., & Oehler, A. (2024). Constructing stock portfolios by sorting on ESG ratings: Does the rating provider matter? *International Review of Financial Analysis*, 96, 103568. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103568>

Hu, H., Tu, Z., Chen, A., & Huang, J. (2023). Enterprises' globalization and ESG performance. *Finance Research Letters*, 58, 104653. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104653>

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1977). The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of international business studies*, 8(1), 23-32. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490676>
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358-371. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.015>
- Klarin, T. (2018). The concept of sustainable development: From its beginning to the contemporary issues. *Zagreb International Review of Economics & Business*, 21(1), 67-94. DOI: 10.2478/zireb-2018-0005
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Krauter, E. (2013). Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3). DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- Kretzer, J., & Menezes, E. A. (2006). A Importância da Visão Baseada em Recursos na Explicação da Vantagem Competitiva. *Revista de economia mackenzie*, 4(4). 63-87.
- Kwok, C. C., & Reeb, D. M. (2000). Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. *Journal of International Business Studies*, 31, 611-629. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490925>
- Lameira, V. D. J., Ness, W. L., Quelhas, O. L. G., & Pereira, R. G. (2013). Sustainability, value, performance and risk in the Brazilian capital markets. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 15, 76-90. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v15i46.1302>
- Larrinaga, C. (2023). Contabilidade sustentável: as abordagens ESG não são suficientes. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e9042. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20239042.pt>
- Lau, C. H., & Michie, J. (2022). Penrose's theory of the firm in an era of globalisation. *International Review of Applied Economics*, 1-20. DOI: 10.1080/02692171.2022.2117284

- Li, C., Zhao, L. & Zhang, Y. Economic policy uncertainty and cash dividend policy: evidence from China. *Humanit Soc Sci Commun* 11, 542 (2024). <https://doi.org/10.1057/s41599-024-03055-9>
- Liaw, K. T. (2020). Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 193. Doi: <https://doi.org/10.3390/jrfm13090193>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Lira, S. H. de, & Fraxe, T. de J. P. (2014). O percurso da sustentabilidade do desenvolvimento: aspectos históricos, políticos e sociais. *Revista Monografias Ambientais*, 13(2), 3172–3182. <https://doi.org/10.5902/2236130812618>
- LSEG. Disponível em www.lseg.com. Acessos em 2023 e 2024.
- Lucia, C., Pazienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/su12135317>
- MacAskill, S., Roca, E., Liu, B., Stewart, R. A., & Sahin, O. (2020). Is there a green premium in the Green Bond market? Systematic literature review revealing premium determinants. *Journal of Cleaner Production*, 124491. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124491>
- Machado, M. A. V., Machado, M. R., & Corrar, L. J. (2009). Desempenho do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 24-38. DOI:10.4270/ruc.2009211
- Machado, M. A. V., Medeiros, O. R., & Eid Júnior, W. (2010). Problemas na mensuração da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *BBR - Brazilian Business Review*, 7 (1), 24-47. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123016768002>
- Maia, V. M., de Carvalho, F. P., Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F., & da Motta, L. F. J. (2017). Fazer Parte do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) Implica em Maior Rentabilidade? *Revista de Finanças Aplicadas*, 8(1), 1-22. Disponível em: <http://financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/284/pdf>
- Mamede, S. P. N. (2019). *Existem novos determinantes, além dos clássicos, que podem ajudar a explicar a estrutura de capitais das empresas?* Tese. (Doutorado em Administração de

Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019. 157 f. Disponível em: <http://tede.mackenzie.br/jspui/handle/tede/4189>

Mantovani, F., Cassajus, B., & Takaasi, G. (2021). A Relação dos Recursos de Green Bonds (Títulos sustentáveis) no Endividamento das Empresas Brasileiras. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 7(2), 124-142. Doi: <https://doi.org/10.23925/2446-9513.2020v7i2p124-142>

Martins, H. C., & Terra, P. R. S. (2014). Determinantes nacionais e setoriais da estrutura de capital na América Latina. *Revista de Administração Contemporânea*, 18(5), 577-597. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20141154>

Martins Noriller, R., Franco Lucas, C. A., José Hall, R., Farias de Souza Nogueira, M. A., & Regis Botelho, D. (2021). Macroeconomic Variables and Capital Structure: Public Finance and Insurance Companies in Latin America and Asia. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(2). DOI:10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n2.51666

Maquieira, C. P., Espinosa-Méndez, C., & Arias, J. T. (2024). The impact of environmental, social and governance (ESG) score on dividend payment of large family firms: What is the role of financial constraints? International evidence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(3), 2311-2332. <https://doi.org/10.1002/csr.2696>

Mazzioni, S., Ascari, C., Rodolfo, N. M., & Dal Magro, C. B. (2023). Reflexos das práticas ESG e da adesão aos ODS na reputação corporativa e no valor de mercado. *Revista Gestão Organizacional*, 16(3), 59-77. DOI: <https://doi.org/10.22277/rgo.v16i3.7394>

Medeiros, R. (2021). *Responsabilidade Social Corporativa e Estrutura de Capital: Avaliação dos Impactos dos Diferentes Modelos de Divulgação de RSC Sobre a Estrutura de Divulgação de RSC Sobre a Estrutura de Capital*. 152 f. Tese (Doutorado em Administração). Programa de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais – CEPEAD/UFMG. Belo Horizonte/MG.

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Association*, (48). Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1809766>

Molina, M. C. G. (2019). Desenvolvimento sustentável: do conceito de desenvolvimento aos indicadores de sustentabilidade. *Revista Metropolitana De Governança Corporativa*, 4(1), 75–93. Disponível em: <http://revistaseletronicas.fmu.br/index.php/RMGC/article/view/1889>

- Molina Queiroz, J., Mothé Maia, V., Resende de Lima, J. P., Dias Almeida, M., & Moraes do Carmo, L. (2022). Estrutura de Capital e Cenário Econômico: Uma Análise sobre Empresas Listadas na B3. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 10(1). DOI: <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2022v10n1.52495>
- Monk, A., & Perkins, R. (2020). What explains the emergence and diffusion of green bonds?. *Energy Policy*, 145, 111641. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2020.111641>
- Monteiro Neto, A., Silva, R. D. O., & Severian, D. (2020). Region and industry in Brazil: is “concentrated deconcentration” still evident?. *Economia e Sociedade*, 29, 581-607. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2020v29n2art09>
- Monzoni, M., & Carreira, F. (2022). O metaverso do ESG. *GV-EXECUTIVO*, 21(1). <https://doi.org/10.12660/gvexec.v21n1.2022.85510>
- Moreira, C. S., Da Silva, G. R., De Araújo, J. G. R., & Lucena, W. G. L. (2022). Environmental, Social, and Governance e o ciclo de vida das firmas: evidências no mercado de capitais Brasileiro. In *USP International Conference in Accounting* (Vol. 22). Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3728.pdf>
- Moskovics, P., Wanke, P., Tan, Y., & Gerged, A. M. (2023). Market structure, ESG performance, and corporate efficiency: Insights from Brazilian publicly traded companies. *Business Strategy and the Environment*, 1–22. <https://doi.org/10.1002/bse.3492>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nascimento, E. P. D. (2012). Trajetória da sustentabilidade: do ambiental ao social, do social ao econômico. *Estudos avançados*, 26, 51-64. <https://doi.org/10.1590/S0103-40142012000100005>
- Nascimento, Í. C. S., Santos, A. R. S., de Paula Pessoa, A. F., Guimarães, D. B., & Rebouças, S. M. D. P. (2020). Internacionalização e sustentabilidade empresarial no Brasil. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais (Internext)*, 15(3), 63-79. DOI: 10.18568/internext.v15i3.591
- Naeem, M.,; Ullah, H. & Jan, S. (2021). The Impact of ESG Practices on Firm Performance: Evidence From Emerging Countries. *Indian Journal of Economics and Business*, 20(1), 731-

750. Disponível em: <https://www.ashwinanokha.com/resources/56.%20Hamid%20Ullah-2021.pdf>

Nossa, V., dos Santos Rodrigues, V. R., & Nossa, S. N. (2017). O que se tem pesquisado sobre Sustentabilidade Empresarial e sua Evidenciação?. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11, 87-105. DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v11i0.1719>

Okafor, A., Adeleye, B. N., & Adusei, M. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from US tech firms. *Journal of Cleaner Production*, 292, 126078. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126078>

Oliveira, R. L. (2018). *Estudos sobre o relacionamento entre Estrutura de Capital e Setor*. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo. 116 f. Doi: 10.11606/T.12.2018.tde-25102018-170606

Oliveira, H. C. M. de, & Soares, B. R. (2014). Cidade Média: Apontamentos Metodológicos e Tipologia. *Caminhos De Geografia*, 15(52), 119–133. <https://doi.org/10.14393/RCG155223678>

ONU – Organização das Nações Unidas (ONU) no Brasil. Disponível em: www.brasil.un.org. Acessos em 2023.

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>

Otero, R. A. B. (2024). A importância e impacto do ESG nas estratégias de marketing para transformação organizacional. *Observatório de La Economía Latino Americana*, 22(9), e6574. <https://doi.org/10.55905/oelv22n9-047>

Pacto Global Nações Unidas – Rede Brasil. <https://www.pactoglobal.org.br/esg/>. Acessos em 2024.

Pandini, J., Stüpp, D. R., & Fabre, V. V. (2018). Análise do impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(51). <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2606>

Paul, B. D. (2008). A history of the concept of sustainable development: literature review. *The Annals of the University of Oradea, Economic Sciences Series*, 17(2), 576-580. Disponível em: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=a1930a9b09f1c486fb66260c001b2606344f1dd0>

Peixoto, F. M. (2012). *Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise*. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Belo Horizonte. 216 f. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUBD-92MJUW/1/tese_fernanda_revisada_28_09_final.pdf

Peixoto, F. M., Pains, M. B., de Araújo, A. A., & Guimarães, T. M. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 15(1), 39-66. <https://doi.org/10.18593/race.v15i1.6281>

Pereira, V. S. (2013). *Ensaio sobre os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade de Multinacionais Latino-Americanas*. Tese (Doutorado em Administração). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV). São Paulo. 138 f. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/11117/Tese_Vinicius.pdf

Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3), 33-46. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V370333-46.pdf>

Pochmann, M., & Silva, L. C. D. (2020). Concentração espacial da produção e desigualdades sociais. *Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais*, 22, e202004. <https://doi.org/10.22296/2317-1529.rbeur.202004>

Platchek, R. B., Floriani, D. E., & Borini, F. M. (2012). A influência do grau de internacionalização no desempenho das empresas têxteis. *Revista Gestão Organizacional*, 5(1), 70-81. DOI: <https://doi.org/10.22277/rgo.v5i1.1247>

Porta, C. D., Kruger, S. D., & Mazzioni, S. (2023). Comprometimento das Empresas Signatárias com os Princípios do Pacto Global. *REUNIR Revista De Administração Contabilidade E Sustentabilidade*, 13(1), 56-76. <https://doi.org/10.18696/reunir.v13i1.1299>

Rajesh, R., & Rajendran, C. (2019). Relating environmental, social, and governance scores and sustainability performances of firms: An empirical analysis. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1247-1267. <https://doi.org.ez34.periodicos.capes.gov.br/10.1002/bse.2429>

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & finance*, 32(9), 1723-1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>

Restrepo-Castro, L.; Restrepo-Ochoa, D.; Lozada, J.; Aguilera, C. A.; Franco, J. F.; Pinela, S. & Costa, L. (2020). The potential of the Green Bond markets in Latin America and the Caribbean. *EU-LAC Foundation*. Doi: 10.12858/0920.

Ribeiro, R. B., Pereira, V. S., & Ribeiro, K. C. S. (2017). Estrutura de Capital, Internacionalização e Países de Destino de Empresas Brasileiras: Uma Análise da Hipótese Upstream-Downstream. *BBR. Brazilian Business Review*, 14(6), 575-591. Doi: <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.6.2>

Ribeiro, I., Serra, F. A. R., & Bertolini, G. R. F. (2016). Influências da experiência internacional e da diversificação de negócios no grau de internacionalização das Multinacionais Brasileiras. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais: Internext*, 11(3), 36-48. DOI: 10.18568/1980-4865.11336-48

Rompotis, G.G. (2024). The performance of anti-ESG ETFs in the United States. *Journal of Asset Management*, 1-14. <https://doi.org/10.1057/s41260-024-00381-0>

Rizzi, D. I., Ferreira, L. B. G. R., Rodrigues, S. M., & de Souza, J. A. (2022). Práticas ESG (Environmental, Social, Governance) e Inovação: Evidências Entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Universo Contábil*, 18. DOI: <https://doi.org/10.4270/ruc.2022115>

The performance of anti-ESG ETFs in the United States Russo, A., Mariani, M., & Caragnano, A. (2021). Exploring the determinants of green bond issuance: Going beyond the long-lasting debate on performance consequences. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 38-59.

Salvi, A., Nirino, N., Battisti, E., & Gianfrancesco, I. (2024). Payout policy and ESG: A European investigation. *Research in International Business and Finance*, 68, 102189. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102189>

- Sandberg, H., Alnoor, A., & Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2471-2489. <https://doi.org/10.1002/bse.3259>
- Santos, M. A. (2013). *Determinantes da estrutura de capital de empresas em diferentes cenários econômicos e institucionais: um estudo comparativo*. Dissertação (Mestrado em Ciências). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, FEARP /USP, Ribeirão Preto/SP. 126 f. DOI: 10.11606/D.96.2013.tde-24012014-115909
- Schleich, M. V. (2022). Quais são as políticas e práticas em recursos humanos mais utilizadas pelas empresas com melhores índices ESG no BRASIL?. *Revista de Administração de Empresas*, 62, e2021-0370. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220511>
- Schumacher K., Chenet H. & Volz, U. (2020) Sustainable finance in Japan, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10: 2, 213-246. DOI: 10.1080 / 20430795.2020.1735219
- Shackleton, M., Yan, J., & Yao, Y. (2022). What drives a firm's ES performance? Evidence from stock returns. *Journal of banking & Finance*, 136, 106304. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106304>
- Shi, L., Han, L., Yang, F., & Gao, L. (2019). The Evolution of Sustainable Development Theory: Types, Goals, and Research Prospects. *Sustainability*, 11(24), 7158. <https://doi.org/10.3390/su11247158>
- Silber, S. D. (2020). A fragilidade econômica e financeira na pandemia do Sars-Covid-19. *Estudos avançados*, 34(100), 107-115. <https://doi.org/10.1590/s0103-4014.2020.34100.008>
- Silva, E. H. D. R. D., Lima, E. P. D., Costa, S. E. G. D., & Sant'Anna, Â. M. O. (2015). Análise comparativa de rentabilidade: um estudo sobre o Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Gestão & Produção*, 22, 743-754.
- Silva, E. D. S., Santos, J. F. D., Perobelli, F. F. C., & Nakamura, W. T. (2016). Capital structure of Brazil, Russia, India and China by economic crisis. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 17(3), 105-131. DOI: <https://doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n3p105-131>
- Silva Júnior, F. J. D. (2020). *A sinalização do gerenciamento de resultados por meio da responsabilidade social corporativa no Brasil*. 80 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da

Paraíba – PPGCC/UFPB. João Pessoa/PB. Disponível em:
<https://repositorio.ufpb.br/jspui/handle/123456789/18158>

Sonza, I. B.; Machado, V. N.; Lacruz, M. S. P., & Da Silva Rosa, A. (2019). Determinantes das Oscilações no Endividamento das Empresas Brasileiras. *Revista Gestão Organizacional* (RGO), 12(2). DOI: <https://doi.org/10.22277/rgo.v12i2.4459>

Stal, E. (2010). Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas. *INMR-Innovation & Management Review*, 7(3), 120-149. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rai/article/view/79184>

Staback, D. F., & Lima, J. F. D. (2023). Cidades médias brasileiras e sua convergência de crescimento e desenvolvimento socioeconômico. *Urbe. Revista Brasileira de Gestão Urbana*, 15, e20220054. <https://doi.org/10.1590/2175-3369.015.e20220054>

Starks, L. T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and esg issues—value versus values. *The Journal of Finance*, 78(4), 1837-1872. <https://doi.org/10.1111/jofi.13255>

Svermer, C., Minardi, A. & Moraes, F. T. (2023). The Impact of ESG Momentum in Stock Prices. *Brazilian Review of Finance. BID - SBFIn Award 1st Edition: Sustainable Financing and Development*. (21)1, 77-105. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/85688/83736>

Tahmid, T., Hoque, M. N., Said, J., Saona, P., & Azad, Md. A. K. (2022). Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. *Cogent Business & Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2144098>

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 29-44. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Tolliver, C., Keeley, A. R., & Managi, S. (2020). Drivers of green bond market growth: The importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 244, 118643. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.118643>

- Tourinho, J. C. S., & Sheng, H. H. (2017). Expansion Mode Choices: The Case of US Multinationals in Brazil. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais (Internext)*, 12(2), 31-44. DOI: <https://doi.org/0.18568/1980-4865.12231-44>
- Vahlne, J. E., & Johanson, J. (2017). From internationalization to evolution: The Uppsala model at 40 years. *Journal of International Business Studies*, 48(9), 1087-1102. <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0107-7>
- Valente, K. R. da M., Coelho, R. de F. R., Sousa, R. da P., & Ribeiro, S. da C. A. (2023). “Greenwashing”: adequação ou distorção?. *Revista De Gestão E Secretariado (Management and Administrative Professional Review)*, 14(9), 15984–16003. <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i9.2843>
- Vasconcelos, M. A. S. P., Reis, N. R., Serra, F. A. R., & Costa, B. K. (2014). Understanding the footprint of the RBV in international business studies: The last twenty years of research. *Brazilian Business Review*, 11(4), 53-83. <https://doi.org/10.15728/bbr.2014.11.4.3>
- 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>
- Verga Matos, P., Barros, V., & Miranda Sarmiento, J. (2020). Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe? *Sustainability*, 12(21), 8804. <https://doi.org/10.3390/su12218804>
- Yamahaki, C., et al (2020). Structural and specific barriers to the development of a green bond market in Brazil. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-18. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1769985>
- Yuen, M. K., Ngo, T., Le, T. D., & Ho, T. H. (2022). The environment, social and governance (ESG) activities and profitability under COVID-19: evidence from the global banking sector. *Journal of Economics and Development*, 24(4), 345-364. <https://doi.org/10.1108/JED-08-2022-0136>
- Wang, J., Chen, X., Li, X., Yu, J., & Zhong, R. (2020). The market reaction to green bond issuance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 60, 101294. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101294>
- Wooldridge. J. M. (2006). *Introdução à Econometria: Uma Abordagem Moderna*. Editora Thomson.