

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ALEXANDRE SANCHES GARCIA

ASSOCIAÇÕES ENTRE DESEMPENHOS FINANCEIRO E SOCIOAMBIENTAL: UM
ESTUDO DAS CIRCUNSTÂNCIAS EM QUE VALE A PENA SER VERDE

São Paulo

2017

ALEXANDRE SANCHES GARCIA

ASSOCIAÇÕES ENTRE DESEMPENHOS FINANCEIRO E SOCIOAMBIENTAL: UM
ESTUDO DAS CIRCUNSTÂNCIAS EM QUE VALE A PENA SER VERDE

Projeto de tese apresentado como requisito parcial
para a obtenção do título de Doutor à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo (EAESP)
da Fundação Getúlio Vargas.

Campo de Conhecimento: Gestão de Operações e
Sustentabilidade

Orientador: Dr. Renato J. Orsato

São Paulo

2017

Garcia, Alexandre Sanches.

Associações entre desempenhos financeiro e socioambiental : um estudo das circunstâncias em que vale a pena ser verde / Alexandre Sanches Garcia. - 2017.

138 f.

Orientador: Renato J. Orsato

Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Sustentabilidade. 2. Desenvolvimento sustentável. 3. Responsabilidade social da empresa. 4. Responsabilidade ambiental. 5. Empresas – Aspectos ambientais. I. Orsato, Renato J.. II. Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.011.1

ALEXANDRE SANCHES GARCIA

ASSOCIAÇÕES ENTRE DESEMPENHOS FINANCEIRO E SOCIOAMBIENTAL: UM
ESTUDO DAS CIRCUNSTÂNCIAS EM QUE VALE A PENA SER VERDE

Projeto de tese apresentado como requisito parcial
para a obtenção do título de Doutor à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo (EAESP)
da Fundação Getúlio Vargas.

Campo de Conhecimento: Gestão de Operações e
Sustentabilidade

Orientador: Dr. Renato J. Orsato

Data de Aprovação:

____/____/____

Banca Examinadora:

Dr. Renato J. Orsato (Orientador)

FGV-EAESP

Dr. Wesley Mendes da Silva

FGV-EAESP

Dr. Clóvis Zapata

UNB

Dr. José Roberto Kassai

USP-FEA

A minha família,
pelo apoio incondicional

AGRADECIMENTOS

Desde o meu ingresso na FGV-EAESP fui exposto a um universo de excelentes oportunidades de enriquecimento do conhecimento, decorrentes das pessoas que conheci e tive a oportunidade de trabalhar neste período, da participação em congressos no Brasil e no exterior, dos diversos livros e artigos que li e dos professores que inspiraram a conhecer sempre mais.

Portanto, devo começar agradecendo a oportunidade de estudar com bolsa na FGV-EAESP, por meio da bolsa taxa financiada pela CAPES. Em seguida um agradecimento especial ao meu orientador Prof. Renato J. Orsato que mostrou as oportunidades acadêmicas que se abrem ao executar com seriedade e dedicação o trabalho de pesquisador. Renato, muito obrigado pela paciência! Ao Prof. Wesley Mendes da Silva por me atender e responder todas minhas dúvidas na orientação dos modelos econométricos. Wesley, muito obrigado pela parceria! Além disso, quero agradecer ao Prof. João Carlos Douat por possibilitar, por meio do Instituto de Finanças, o acesso ao banco de dados na realização de minhas pesquisas acadêmicas e ao Prof. Mário Prestes Monzoni, pela oportunidade em “estagiar” no GVCES, a quem expresso minha profunda gratidão e admiração pelos trabalhos que nesse centro de estudos são realizados. A união das Finanças com a Sustentabilidade é possível e formidável!

Agradeço também ao Prof. Ely Laureano Paiva, coordenador do Programa de Doutorado em Administração de Empresas da EAESP que contribuiu na avaliação de minha tese na fase de qualificação e que, em seu nome, estendo o meu agradecimento a todos os professores da FGV-EAESP que tive a oportunidade de ouvi-los nas aulas regulares, nos cursos de inverno, nas palestras ou até mesmo na leitura de livros e artigos desses excelentes mestres.

Agradeço ainda ao Prof. Clóvis Zapata, pela contribuição na fase de qualificação de tese que me permitiu conhecer seus estudos na área “da economia verde”, e ao Prof. José Roberto Kassai pelo aceite em avaliar o meu trabalho na fase de conclusão da tese, e que tanto o admiro pelo trabalho realizado no NECMA-USP.

Por fim, agradeço a dois colegas, Prof. Joelson Sampaio, por todo o apoio nas discussões da análise dos resultados e, ao Prof. Eleomar Ricino, pela revisão dos textos. E principalmente à minha família (Betsy e Deborah), pois a conclusão desse trabalho não seria possível sem a paciência e o amor de vocês! Muito obrigado mesmo! E a Deus, pela vida concedida a mim!

“Terra, és o mais bonito do planeta, estão te maltratando por dinheiro.” (Beto Guedes e Ronaldo Bastos)

RESUMO

Nas últimas duas décadas, um número crescente de executivos tem alocado tempo e recursos em assuntos de estratégia empresarial que envolve a responsabilidade social das organizações (LACY; COOPER; HAYWARD; NEUBERGER, 2010). Porter e Van der Linde (1995) já afirmava que estamos passando uma fase de transição da história industrial, na qual os executivos começam a perceber investimentos em fatores *Environmental, Social and Governance* (ESG) como uma oportunidade econômica e competitiva, ao invés de custo ou ameaça. Mas a pergunta que ainda fica sem resposta é: quando vale a pena adotar essas estratégias socioambientais? O objetivo central desse estudo é a mensuração do desempenho socioambiental das empresas e sua relação com o desempenho econômico-financeiro investigando em que circunstâncias vale a pena ser verde (*pays-to-be-green*). Nesse sentido e pautado pelas discussões em estratégias socioambientais competitivas, como a Hipótese de Porter e a *Natural Resource Based View* (NRBV), além da literatura das teorias institucional e do *stakeholder*, o presente estudo buscou mostrar o desempenho ESG das empresas em diversas circunstâncias. Considerando as diferenças institucional, cultural e regulamentar entre países, foram investigados os desempenhos ESG e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e de países desenvolvidos. Também investigou se o fato da empresa pertencer a índices de sustentabilidade de bolsas de valores resulta em melhores desempenhos, ESG e financeiro, comparados às empresas não listadas nesses índices. Por meio do banco de dados ASSET4, foi utilizada a metodologia de dados em painel com 2.165 empresas de países desenvolvidos e de países emergentes. Os resultados permitem não rejeitar as hipóteses levantadas de que há prevalência do ambiente institucional na relação desempenho financeiro e desempenho ESG, indicando que há associação positiva no desempenho econômico-financeiro e ESG das empresas somente dos países desenvolvidos. Já nas empresas de países emergentes essa relação é negativa. Além disso, verificou-se que estar listada em índice de sustentabilidade de bolsas de valores, embora gere melhor desempenho ESG para a empresa, não causa reflexo no seu desempenho econômico-financeiro. Adicionalmente, foi constatado que empresas pertencentes a setores de atividades econômicas consideradas polêmicas possuem melhor desempenho ESG do que empresas dos outros setores. Tais resultados contribuem para o debate do tema “*pays-to-be-green*”, mostrando que possíveis diferenças metodológicas utilizadas em diversos trabalhos acadêmicos explicam os resultados contraditórios até então encontrados. Os resultados desse trabalho mostram que os executivos das empresas e gestores públicos de países de economia emergente ainda tem um longo caminho a percorrer na busca por melhores práticas ESG.

Palavras-chave: responsabilidade social empresarial; desempenho *Environmental, Social and Governance* (ESG); sustentabilidade

ABSTRACT

In the last two decades, a growing number of executives have allocated time and resources on business strategy issues that involve corporate social responsibility (LACY; COWER, HAYWARD; NEUBERGER, 2010). Porter and Van der Linde (1995) already affirmed that we are passing through a phase of transition of the industrial history, in which the executives begin to realize investments in Environmental, Social and Governance (ESG) factors like an economic and competitive opportunity, instead of cost or threat. But the question that remains unanswered is: when is it worth adopting these socio-environmental strategies? The central objective of this study is to measure the socio-environmental performance of companies and their relationship with economic and financial performance, investigating under what circumstances pays-to-be-green is worth. In this sense and based on the discussions in competitive socio-environmental strategies, such as the Porter Hypothesis and the Natural Resource Based View (NRBV), in addition to the literature on institutional and stakeholder theories, the present study sought to show performance in ESG of companies in various circumstances. Considering the institutional, cultural and regulatory differences between countries, the ESG performance and its relation to the financial performance of companies from emerging and developed countries were investigated. It also investigated whether the company's stock sustainability index results in better performance, ESG and financial, compared to companies not listed in these indexes. Through the ASSET4 database, the panel data methodology was used with 2,165 companies from developed and emerging countries. The results allow us not to reject the hypotheses raised that there is a prevalence of the institutional environment in relation to financial performance and ESG performance, indicating that there is a positive association in the economic-financial performance and ESG of companies only in developed countries. In companies in emerging countries, this relationship is negative. In addition, it has been found that being listed on a stock exchange sustainability index, while bringing better ESG performance to the company, does not cause a reflection on its economic-financial performance. Additionally, it was found that companies belonging to sectors of economic activities considered controversial have better ESG performance than companies from other sectors. These results contribute to the debate on the theme "pays-to-be-green", showing that possible methodological differences used in several academic works explain the contradictory results found so far. The results of this work show that corporate executives and public managers from emerging economies still have a long way to go in pursuing ESG best practices.

Keywords: corporate social responsibility; Environmental, Social and Governance (ESG) performance; sustainability

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – PRINCIPAIS PROGRAMAS E ACORDOS INTERNACIONAIS RELEVANTES NA ÁREA SOCIOAMBIENTAL PARA AS ORGANIZAÇÕES EMPRESARIAIS.....	30
QUADRO 2 - PRIMEIROS ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE DE BOLSAS DE VALORES	41
QUADRO 3 – INSTITUCIONALIZAÇÃO NA RSE.....	45
QUADRO 4 – TIPOS DE ISOMORFISMO INSTITUCIONAL NA RSE	48
QUADRO 5 - ESTUDOS COM META-ANÁLISE DO DESEMPENHO CSP/CFP	54
QUADRO 6 – SÍNTESE DAS RELAÇÕES CAUSAIS ENTRE CSP E CFP.....	59
QUADRO 7 – SÍNTESE DAS HIPÓTESES DE PESQUISA	69
QUADRO 8 – SÍNTESE DAS CONCLUSÕES DAS HIPÓTESES DE PESQUISA	101

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1- REPRESENTAÇÃO GRÁFICA DOS ELEMENTOS QUE COMPÕEM A REVISÃO	
BIBLIOGRÁFICA	23
FIGURA 2 – INICIATIVAS REGULADORAS DE MÚLTIPLAS PARTES INTERESSADAS	39
FIGURA 3 - PROCESSOS DA INSTITUCIONALIZAÇÃO.....	43
FIGURA 4 - POSSIBILIDADES DA RELAÇÃO CAUSAL CSP/CFP.....	55
FIGURA 5 - RELAÇÃO CAUSAL, POSITIVA E NEGATIVA, DA CSP PARA A CFP.....	55
FIGURA 6 - RELAÇÃO CAUSAL, POSITIVA E NEGATIVA, DA CFP PARA CSP.....	57
FIGURA 7 - RELAÇÃO CAUSAL NEUTRA ENTRE CSP E CFP	58
FIGURA 8 - MODELO CONCEITUAL.....	78

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – DESCRIÇÃO DA AMOSTRA POR PAÍS	71
TABELA 2 – DESCRIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR	72
TABELA 3 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL ESG	81
TABELA 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL ROA	81
TABELA 5 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS	82
TABELA 6 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO	83
TABELA 7 – DECOMPOSIÇÃO DE VARIÂNCIA PARA CADA VARIÁVEL	84
TABELA 8 – RESULTADO DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: ESG COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	88
TABELA 9 – RESULTADO DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: ROA COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	89
TABELA 10 – RESULTADO DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: DCF COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	89
TABELA 11 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM PAÍSES EMERGENTES: ESG COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	91
TABELA 12 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM PAÍSES EMERGENTES: ROA COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	92
TABELA 13 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM PAÍSES EMERGENTES: DCF COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	93
TABELA 14 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM PAÍSES DESENVOLVIDOS: ESG COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	94
TABELA 15 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM PAÍSES DESENVOLVIDOS: ROA COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	95
TABELA 16 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM PAÍSES DESENVOLVIDOS: DCF COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	96
TABELA 17 – REGRESSÃO DADOS EM PAINEL COM SETORES POLÊMICOS: ESG COMO VARIÁVEL DEPENDENTE	99

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – AMOSTRA POR PAÍS	71
------------------------------------	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BELC - *Business Environmental Leadership Council*

BRICS - Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

CEO - *Chief Executive Officer*

CERES - *Coalition for Environmentally Responsible Economics*

COP21 - 21ª Conferência do Clima

CSP - *Corporate Social Performance*

CSR - *Corporate Social Responsibility*

DCF - *Discounted Cash Flow*

DJSI - *Dow Jones Sustainability Indexes*

DSE - Desempenho Social-Empresarial

EMS-*Environmental Management System*

EPA- *Environmental Protection Agency*

EPS - *Earnings per share*

ESG - *Environmental, Social and Governance*

ESI - *Ethibel Sustainability Indices*

FSC - *Forest Stewardship Council*

FTSE - *Financial Times Stock Exchange*

GRI - *Global Reporting Initiative*

IBC - *Industry Classification Benchmark*

IDH - *Institutional Difference Hypothesis*

IFC - *International Finance Corporation*

ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial

ISO - *International Organization for Standardization*

ISV - Iniciativas Socioambientais Voluntárias

KPI - *Key Performance Indicators*

LM - *Lagrange multiplier*

NBS - *National Business System*

NGO - *Non profit organization*

NRBV - *Natural Resource Based View*

ODS - *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável*

OIT - *Organização Internacional do Trabalho*

OMC - *Organização Mundial do Comércio*

ONU - *Organização das Nações Unidas*

POLS - *Pooled Ordinary Least Square*

PRI - *Principles for Responsible Investment*

RBV - *Resource Based View*

ROA - *Return on Assets*

ROE - *Return on Equity*

ROS - *Return on Sales*

RSC – *Responsabilidade Social Corporativa*

RSE – *Responsabilidade Social Empresarial*

S&P – *Standard & Poors*

SAC - *Serviço de Atendimento ao Consumidor*

SRI - *Socially Responsible Investing*

TQM - *Total Quality Management*

TRI - *Toxics Release Inventory*

UNESCO – *Organização das Nações Unidas para Educação, Ciência e Cultura*

VEP - *Voluntary Environmental Programs*

VEI - *Voluntary Environmental Initiatives*

ANEXOS

Anexo I – Lista dos indicadores ESG – ThomponReuters Asset4 Indicators	129
--	-----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
1.1 Pergunta de Pesquisa	17
1.2 Objetivos	19
1.3 Justificativa e Relevância	20
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	22
2.1 Determinantes dos investimentos socioambientais	24
2.2 Responsabilidade Social Empresarial	31
2.3 Teoria dos <i>stakeholders</i>	35
2.4 Iniciativas socioambientais voluntárias.....	36
2.4.1 Índices de Sustentabilidade de Bolsas de Valores.....	40
2.5 Teoria Institucional.....	42
2.5.1 Teoria neoinstitucional.....	46
2.5.2 Legitimidade dos clubes verdes	49
2.6 <i>Corporate Social Performance</i> (CSP).....	51
2.6.1 CSP nos países desenvolvidos e nos países emergentes.....	59
2.6.2 CSP nos setores polêmicos	63
2.7 Hipóteses de Pesquisa	65
3. METODOLOGIA.....	70
3.1 Amostra.....	70
3.2 Dados e Variáveis.....	72
3.3 Modelo conceitual e Modelo Empírico.....	77
3.4 Tratamento dos dados	79
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	81
4.1 Análise exploratória dos dados	81
4.2 Regressão de dados em painel	83
4.2.1 A participação em clubes verdes.....	97
4.2.2 Setores polêmicos.....	98
5. DISCUSSÃO	102
6. CONCLUSÃO	106
6.1 Associação entre desempenho ESG e desempenho financeiro das empresas.....	106

6.2 Desempenho ESG das empresas de setores polêmicos	108
6.3 Participação em clubes socioambientais: vale a pena?	109
6.4 Contribuições para a prática de administração e de políticas públicas	110
6.5 Limitações e Sugestões para pesquisas futuras.....	111
REFERÊNCIAS.....	113

1. INTRODUÇÃO

Nas últimas duas décadas, questões ambientais, sociais e de governança, conhecidos na literatura mais recente como *Environmental, Social and Governance (ESG)* tornaram-se importantes nas estratégias de negócios (BANSAL, 2002; DYLLICK; HOCKERTS, 2002; HALT; MILSTEIN, 1999).

Atualmente os debates acadêmicos e discussões entre executivos não é mais “se vale a pena” adotar uma postura socioambiental proativa, mas sim “quando” e “em que medida” se deve adotar tais posturas.

Michael Porter, o principal protagonista do debate “*pays to be green*” (vale a pena ser verde) já havia identificado tal mudança de postura ao afirmar que “estamos passando uma fase de transição da história industrial, na qual os executivos começam a perceber investimentos em ESG como uma oportunidade econômica e competitiva, ao invés de custo ou ameaça” (PORTER; VAN DER LINDE, 1995). Estratégias socioambientais devem se transformar em assunto da alta administração, pois há possibilidades das empresas aumentarem sua competitividade enquanto simultaneamente geram avanços às condições socioeconômicas da comunidade na qual a empresa opera, conceito esse definido como “*shared value*” (PORTER; KRAMER, 2011).

Desde que Porter e Van der Linde (1995) afirmaram que as organizações podem aumentar a produtividade de seus recursos com inovações que reduzam o impacto ambiental, transformando investimentos socioambientais em vantagens competitivas, os debates teóricos e estudos empíricos tem se intensificado (HART, 2006; SACHS, 2008; PRAHALAD, 2010; ORSATO, 2009).

Com a necessidade de adoção de uma postura socioambiental proativa, muitas empresas têm buscado estrategicamente implementar iniciativas já bem sucedidas em outras organizações, principalmente estimuladas pela “hipótese ganha-ganha”, também conhecida como “hipótese de Porter”, que presume os investimentos ambientais como potencialmente lucrativos para a empresa.

Esse fenômeno encontra respaldo na prática de administração. Um número crescente de executivos tem alocado tempo e recursos em assuntos de estratégia empresarial que envolve a responsabilidade

social das organizações (LACY; COOPER; HAYWARD; NEUBERGER, 2010; MCKINSEY, 2002). De acordo com o estudo das Nações Unidas (UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT-ACCENTURE, 2013), com 1.000 *Chief Executive Officers (CEO)*, de 27 setores industriais de 103 países, 93% consideram “muito importante” e “importante” as questões de sustentabilidade para o sucesso dos negócios empresariais e 83% acreditam que políticas e regulamentações governamentais serão críticas para o desenvolvimento dos negócios empresariais.

Porém, apenas 38% afirmam que podem mensurar adequadamente o valor das iniciativas sustentáveis de suas organizações e 33% reportam que seus negócios empresariais estão fazendo esforços suficientes para os desafios globais de sustentabilidade. Essa realidade, tanto no âmbito empresarial como nas pesquisas acadêmicas, indicam a necessidade de investigar “quando vale a pena, para as organizações empresariais, a adoção de práticas de responsabilidade socioambiental?” (ORSATO, 2009).

Portanto, a relevância desse estudo é na direção de, por meio da análise de indicadores ESG e financeiros das empresas, identificar em que circunstâncias os investimentos em estratégias socioambientais valem a pena do ponto de vista ambiental, social ou de governança empresarial.

1.1 Pergunta de Pesquisa

Ao explorar e identificar o perfil e os indicadores financeiros e de responsabilidade social (fatores ESG¹) das empresas que participam de iniciativas socioambientais voluntárias (*Voluntary Environmental Programs*- VEP, em inglês), este estudo situa-se na linha de pesquisa conhecida como “*pays to be green*”. VEPs são iniciativas socioambientais criadas por instituições que incentivam as empresas a práticas socioambientais que vão além das obrigações legais

¹ O acrônimo ESG agrupa, em inglês, os termos *Environmental, Social e Governance*. Para padronizar as terminologias utilizadas nesse trabalho, independentemente dos debates teóricos que procuram definir conceitos e estabelecer diferenças entre elas, considerou-se o termo Responsabilidade Social Corporativa (RSC), ou em inglês, “*Corporate Social Responsibility*” (CSR) como Responsabilidade Social Empresarial (RSE); o termo em inglês “*Corporate Social Performance*” (CSP) será chamado, nessa pesquisa, pela termo Desempenho Social-Empresarial-DSE; e os termos “*Voluntary Environmental Programs*” (VEP) e “*Voluntary Environmental Initiatives*” (VEI) serão traduzidos como iniciativas socioambientais voluntárias, clubes socioambientais ou, simplesmente, clubes verdes.

(PRAKASH; POTOSKI, 2012). Embora iniciativas desse tipo são mais incidentes no campo ambiental, outras áreas também foram abarcadas por esse fenômeno no campo do impacto social (EPSTEIN; BUHOVAC, 2014) e da governança da gestão pública e das empresas (MATTLI; BUTHE, 2003).

Para Berchicci e King (2007) essas iniciativas apresentam novos e desafiadores debates acerca de teorias existentes que podem explicar como as instituições se formam e operam.

Desse modo, esse estudo visa responder a seguinte pergunta de pesquisa:

Em que circunstâncias a relação entre desempenho econômico-financeiro e desempenho ESG das empresas indica que vale a pena ser verde ?

São três circunstâncias investigadas nesse trabalho que procuram responder à pergunta de pesquisa: quando a empresa está associada a um VEP, no caso em estudo, a um índice de sustentabilidade de bolsa de valores; se a empresa pertence a um país desenvolvido ou a um país de economia emergente e; se a empresa atua em setores polêmicos ou não.

Portanto, as perguntas específicas de pesquisa são:

Quais são as diferenças na relação desempenho econômico-financeiro e desempenho ESG entre empresas que:

- (i) pertencem a índices de sustentabilidade de bolsas de valores e as que não estejam listadas nesses índices?**
- (ii) pertencem a países de desenvolvimento econômico diferente: desenvolvidos versus emergentes?**
- (iii) pertencem a setores de atividades econômicas consideradas polêmicas (em inglês, “controversial” e “sensitive”) comparada com as dos outros setores?**

Uma possível explicação para um comportamento proativo das empresas nas questões socioambientais pode ser dada pela teoria institucional, a qual aborda a influência das mudanças institucionais no ambiente das empresas como condutoras das suas estratégias ambientais e a

necessidade das empresas legitimarem-se frente aos agentes sociais, institucionais e econômicos com os quais se relacionam (MEYER; ROWAN, 1977).

Além disso, a busca da legitimidade é maior nas empresas que atuam em setores controversos ou sensíveis, como óleo e gás, química e tabaco (MOURA-LEITE; PADGETT; GALÁN, 2014). A literatura mostra que os investimentos socioambientais dessas empresas traduzem-se, muitas vezes, em doações com o objetivo de diminuir a exposição negativa gerada por suas operações e de, com isso, momentaneamente obter alguma legitimidade (RODRIGO; DURAN; ARENAS, 2016) e reduzir riscos (JO; NA, 2012).

1.2 Objetivos

O objetivo central desse estudo é a mensuração do desempenho ESG das empresas e sua relação: I) com desempenho econômico-financeiro; II) com empresas pertencentes aos índices de sustentabilidade de bolsas de valores; III) com empresas de setores considerados polêmicos, e; IV) com empresas de países com estágios diferente de desenvolvimento econômico.

Os objetivos específicos desse estudo são:

- a) examinar as relações entre variáveis do perfil econômico-financeiro e dos indicadores ESG de empresas;
- b) examinar o desempenho financeiro e ESG das empresas pertencentes aos índices de sustentabilidade de bolsas de valores;
- c) identificar diferenças no desempenho dos fatores ESG entre empresas pertencentes a índices de sustentabilidade de países desenvolvidos e de países emergentes;
- d) avaliar o desempenho ESG de empresas pertencentes a setores econômicos polêmicos.

Por meio desses objetivos, será possível apresentar contribuições para a literatura e para a prática empresarial, servindo como ponto de referência para que investidores, competidores e outros, dentre eles, o governo e a sociedade em geral, possam avaliar o desempenho dos fatores ESG das

empresas em diferentes partes do mundo e de diferentes setores econômicos, auxiliando na tomada de decisões.

1.3 Justificativa e Relevância

Uma das razões para a criação de índice de sustentabilidade em bolsa de valores é servir para a tomada de decisões pelos investidores que preparam suas carteiras de investimentos, integrando dados de ESG em suas análises de investimento tradicional (IOANNOU; SERAFEIM, 2011).

Dessa forma, a existência desses e de outros índices de sustentabilidade é parâmetro para identificar quais são e como as empresas estão comprometidas com a responsabilidade socioambiental. Paradoxalmente, o surgimento e a proliferação de diversos índices de sustentabilidade podem dificultar a análise dos reais impactos pela adoção de práticas de ESG pelas empresas (CHATTERJI; LEVINE, 2006).

Nesse sentido, os resultados desse estudo poderão guiar os investidores em suas decisões de alocação de recursos, principalmente aqueles que buscam investir em fundos de investimentos sociais ou até mesmo em empresas que se caracterizam por avaliar e mitigar os impactos de suas atividades operacionais na sociedade e ao meio ambiente.

Pesquisas que investigam a relação entre desempenho econômico-financeiro e desempenho ESG concentram-se, preponderantemente, em empresas de países de economia desenvolvida (MOON; BAE; JEONG, 2014; CHENG; IOANNOU; SERAFEIM, 2014; GRIFFIN; MAHON, 1997). Poucas são as pesquisas publicadas relativas ao desempenho ESG nos países emergentes, tais como o Brasil, China e Índia (ORTAS; BURRITT; MONEVA, 2013; KARAGIORGO, 2010).

Isso ocorre, possivelmente, pela qualidade e dificuldade de obtenção das informações publicadas pelas empresas desses países. Para Berchicci e King (2007), a disponibilidade de informações acerca dos valores e indicadores de desempenho ambiental pode influenciar as decisões de investimentos.

Além dos índices de sustentabilidade de bolsas de valores que sinalizam empresas que adotam boas práticas em ESG, nos últimos vinte anos surgiram diversas organizações, entre os países, que buscam uma padronização na comunicação dessas práticas, como por exemplo, o padrão de relatório *Global Reporting Initiative* (GRI). A GRI é uma organização não governamental internacional cuja missão é elaborar padrões internacionais de relatórios de sustentabilidade para orientar as organizações no gerenciamento de seus resultados econômico, social e ambiental.

Outros padrões de relatórios e de indicadores de ESG, como o Relato Integrado (*Integrated Report*), são adotados, voluntariamente, como maneira de divulgação e avaliação das práticas sociais, ambientais e de governança das empresas.

Preocupadas em orientar os investidores a respeito dessas práticas e, com a proliferação de relatórios de sustentabilidade, empresas de *ratings* de mercado e de consultorias especializadas no mercado financeiro, como *Bloomberg* e *Thomson Reuters*, colocam seus analistas para garimpar e consolidar todas as informações de práticas de RSE das empresas em bancos de dados, facilitando a elaboração de indicadores e suas análises.

Sendo assim, por meio do estudo das empresas listadas nos índices de sustentabilidade de bolsa de valores e pelas informações do desempenho em ESG dessas empresas, reunidas no banco de dados da *Thomson Reuters*, os resultados empíricos desse estudo contribui para o esclarecimento no debate da temática “quando vale a pena ser verde?”.

Nesse contexto, as contribuições teórico-práticas desta pesquisa são relevantes, pois permitem:

- avaliar o perfil econômico-financeiro das empresas que aderem voluntariamente a clubes socioambientais, como os índices de sustentabilidade de bolsas de valores;
- ampliar o entendimento da literatura sobre as motivações que levam as empresas a aderir aos clubes socioambientais;
- trazer elementos empíricos que atestem a coerência entre o desempenho econômico e o dos intangíveis ESG;
- subsidiar a elaboração de estratégias de investimentos pelos investidores.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo apresenta a revisão bibliográfica que suporta as perguntas de pesquisa e a formulação das hipóteses. Para tanto, como o objetivo central é a mensuração do desempenho ESG, foram investigadas, na literatura, as motivações teóricas e situações que resultam no desempenho das empresas nos fatores ESG. O desenvolvimento das abordagens teóricas e de revisão da bibliografia obedece aos temas ilustrados na Figura 1.

A lógica da construção da Figura 1 é a seguinte: ao longo do tempo, leis, normas e regulação ambiental, assim como, muitos acordos internacionais acerca de questões socioambientais causaram impactos nos processos e produtos das organizações empresariais. Tais transformações podem ser explicadas por correntes teóricas como a hipótese de Porter, que considera que os investimentos ambientais podem ser lucrativos para as empresas e, pelos elementos constituintes da Teoria Institucional, como o isomorfismo institucional.

Essas teorias são suportadas pelas evidências empíricas ocorridas nas empresas, como os investimentos em inovações em processos e produtos e o amplo *disclosure* (transparência nas informações divulgadas) e relacionamento com a sociedade, defendida pela Teoria dos *Stakeholders*, visando minimizar as pressões externas. Uma das formas de garantir a legitimidade de suas atividades e ganhar reputação é associar-se aos programas de iniciativas socioambientais voluntárias e apresentar relatórios de sustentabilidade. O surgimento dos fundos de investimentos sociais e dos índices de sustentabilidade de bolsas de valores são consequências desse movimento das empresas em busca da legitimidade e reputação.

Essas iniciativas contribuíram para as empresas obterem a vantagem competitiva: ao adotar práticas de sustentabilidade, a empresa se diferencia dos seus competidores, além de desenvolver capacidades e competências que facilitam a atividade econômica ambientalmente sustentável, exercendo o que preconiza a teoria da *Natural Resource Based View* (NRBV) (HART, 1995).

Ao longo de um período, as práticas de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) nas organizações permitem a mensuração do desempenho das estratégias socioambientais adotadas. O resultado disso é a possibilidade de estudos comparativos do desempenho das empresas em fatores

ESG, proporcionada pelas agências de *ratings* e de consultorias empresariais em questões socioambientais.

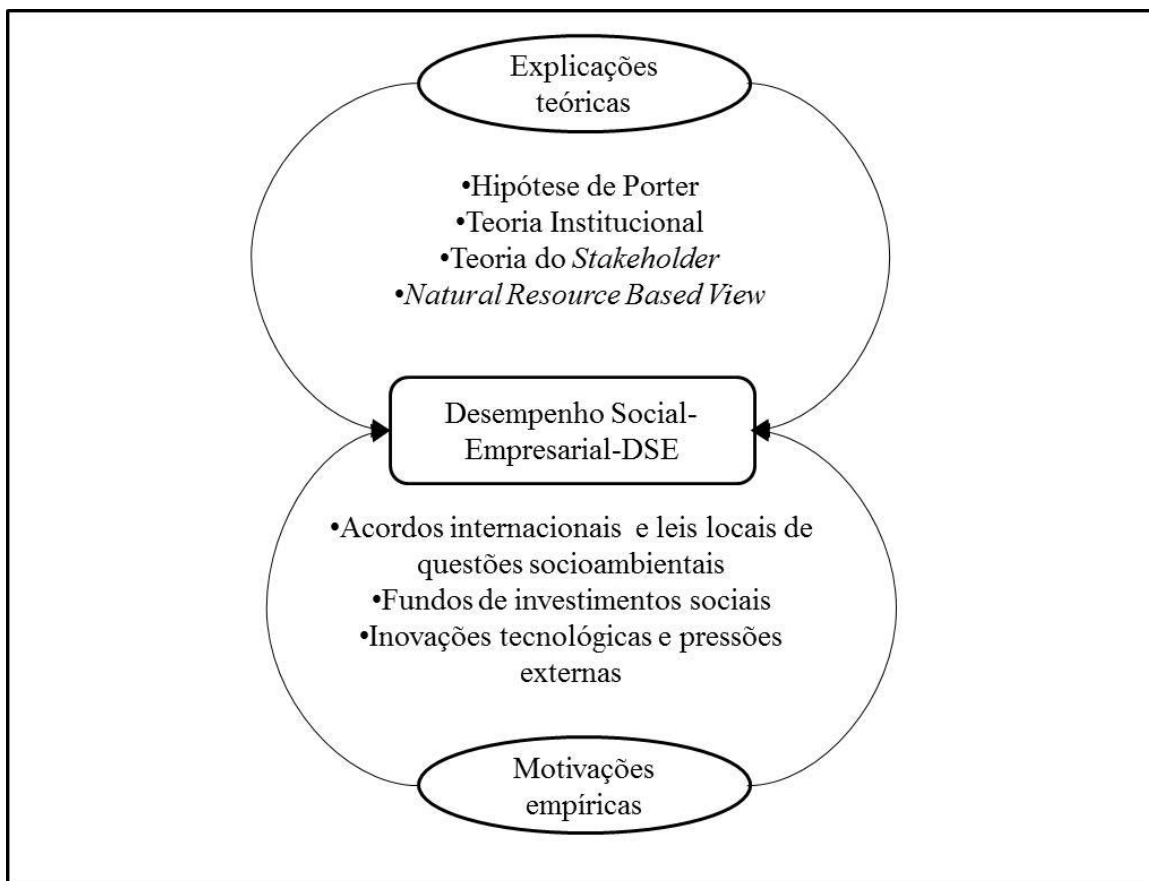


Figura 1- Representação gráfica dos elementos que compõem a revisão bibliográfica

Fonte: elaboração própria

O capítulo inicia com o estudo dos determinantes dos investimentos socioambientais e com a evolução histórica da RSE. Em seguida, há uma seção que trata da Teoria dos *Stakeholders* e do conceito e histórico dos clubes verdes. Depois são apresentadas seções que explicam os índices de sustentabilidade de bolsas de valores e a influência das teorias institucional e neoinstitucional na formulação dessas iniciativas socioambientais pelas empresas. Finalmente, são apresentados o referencial teórico de Desempenho Social-Empresarial (DSE) e o das diferenças no desempenho em ESG, considerada a atuação das empresas de países desenvolvidos e de países de economia emergente e de empresas de setores considerados polêmicos. A partir disso, são construídas as hipóteses de pesquisa.

2.1 Determinantes dos investimentos socioambientais

A preocupação em adotar posturas ambientalmente sustentáveis, socialmente corretas e economicamente viáveis tem estado cada vez mais presente nas definições estratégicas das empresas (HART, 2006; SACHS, 2008; PRAHALAD, 2010).

Mas por quê? Como se iniciou essa discussão? Para explicar o movimento das empresas nessa direção, dividimos em duas vertentes: uma com origem nos acordos e programas internacionais acerca de questões socioambientais e que impactaram as organizações empresariais, como as conferências da Organização das Nações Unidas (ONU) e da Organização Internacional do Trabalho (OIT); e outra com base na discussão do conceito teórico conhecido como hipótese de Porter.

a) Hipótese de Porter

Baseado nos artigos de Michael Porter e Class Van der Linde (1995), a imposição de padrões e regulamentações ambientais adequados pode estimular as empresas a adotarem inovações que reduzem os custos totais de um produto ou aumentam seu valor, melhorando a competitividade das empresas e, conseqüentemente, do país.

Assim, a preservação ambiental está associada ao aumento da produtividade dos recursos utilizados na produção e, conseqüentemente, ao aumento da competitividade da empresa. Para Orsato (2009), o argumento de Porter, que ficou conhecido como hipótese ganha-ganha, despertou um debate intenso durante a década de 90, e ainda em aberto.

Os países em que a regulação ambiental foi aplicada cedo e com rigor foram aqueles que progrediram mais no processo de inovação, antecipando assim seus lucros e preenchendo um vazio existente na oferta (PRATES; SERRA, 2007).

Os exemplos de Porter e Van der Linde podem ter gerado sucessos na solução de problemas ambientais e redução nos custos, entretanto, não representam as empresas de todos os tamanhos e

setores e não mostram as diferenças entre empresas que utilizam distintas quantidades de recursos naturais, nem mesmo aquelas que são atingidas com mais rigor pela regulação, inclusive pelas diferenças institucionais entre países.

Em recente estudo internacional com 82 artigos publicados de diferentes países, Fujihara, Silva e Bertolini (2016) verificaram que apesar de ser muito criticada, os estudos indicam que a Hipótese de Porter consegue atingir seu objetivo nos mais diversos setores, embora a maioria das pesquisas concentre-se no setor industrial.

Porter e Van Der Linde (1995) admitem que os seus exemplos não provam que as firmas podem sempre inovar para reduzir o impacto ambiental a um baixo custo, mas eles justificam que existem oportunidades consideráveis para reduzir a poluição através de inovações que redesenham produtos, processos e métodos de operação.

b) Inovações tecnológicas

Para May (2010), as inovações e tecnologias ambientais resultantes de regulamentações podem ser classificadas em duas categorias: a primeira refere-se às ações mais eficientes no tratamento da poluição que já ocorreu e, nesse caso há uma redução dos custos de cumprir com o controle de poluição, sem nenhuma outra mudança, também conhecida como tecnologia *end-of-pipe*; (final do processo produtivo); na segunda categoria, estão as inovações, desde que seus resultados compensam os custos de implementá-las.

Nesse segundo caso, ocorre simultaneamente uma redução do impacto ambiental e uma melhoria do produto e/ou processo produtivo. É o que Orsato (2009) denomina de Ecoeficiência de processos: fazer mais com menos, reduzindo custos econômicos e impactos ambientais dos processos organizacionais. Orsato (2009) propõe três maneiras para cumprir essa estratégia: adoção do *lean thinking* (pensamento enxuto); participar da simbiose industrial e reduzir emissões de dióxido de carbono.

A hipótese de Porter explica que as empresas perdem oportunidades de ganhar dinheiro, devido, por exemplo, ao consumo excessivo de recursos ambientais. Para Porter e Van der Linde (1995),

as empresas poderiam obter uma vantagem competitiva ao melhorar o seu desempenho no uso dos recursos ambientais. A inovação é a chave para a mudança.

c) Pressões externas

Outros fatores, de origem externa à empresa, podem estimular o comportamento ganha-ganha entre empresas e sociedade com inovações para a melhoria em processos e produtos devido à adoção de práticas socioambientais: a pressão das regulamentações, a pressão dos consumidores, a pressão dos *stakeholders* e a pressão dos investidores.

As regulamentações, principalmente na área ambiental, influenciam no processo de seleção de inovações a serem adotadas, pois o mercado pode não ser capaz de fazê-lo em tempo mais curto, podendo o meio institucional também atuar nesse processo de seleção por meio de legislações, subsídios, créditos, financiamentos e outros instrumentos.

Os fatores institucionais são, portanto, importantes estímulos para as empresas realizarem investimentos socioambientais. É aqui que a Teoria Institucional, como um *subset* dos estudos organizacionais, pode influenciar o comportamento das empresas nas questões socioambientais.

Como será abordada mais adiante, a teoria institucional explica a influência das mudanças institucionais no ambiente das empresas como condutoras das suas estratégias ambientais e a necessidade das empresas legitimarem-se frente aos agentes sociais, institucionais e econômicos com os quais se relacionam (MEYER; ROWAN, 1977).

A pressão dos consumidores tem ganhado mais destaque, pois o nível de consciência dos impactos socioambientais gerados pelas empresas vem aumentando na sociedade. Porém, a diferença de comportamento entre os consumidores dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento (ou emergentes, como também são chamados) é significativa (MAY, 2010). Como a renda da população dos países desenvolvidos é elevada, um percentual significativo dos consumidores exerce demanda por produtos ecologicamente corretos, mesmo sendo mais caros do que os tradicionais. Neste caso, a hipótese de Porter se faz presente, pois a inovação passa a ser fator de diferenciação entre a empresa e seus concorrentes, em mercados competitivos.

Já nos países emergentes, existe uma razoável distância entre o grau de conscientização e educação da população e, com isso, a pressão dos consumidores não estimula as empresas a desenvolverem produtos e processos menos agressivos ao ambiente e à sociedade (RODRIGO *et al.*, 2016).

Em função da baixa renda de grande parte da população dos países emergentes, o consumidor final tende a ser guiado pelo menor preço e não pela qualidade de um produto ecologicamente correto, por exemplo. Somente uma pequena parcela da população desses países, com maior poder aquisitivo, é capaz de demandar este produto.

A pressão pelos *stakeholders* pode ser explicada pela teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*. Mais conhecida como teoria dos *stakeholders*, preconiza que as organizações devem ser responsabilizadas por suas ações perante todos que possam legitimamente reclamar como partes interessadas na atividade da empresa (FREEMAN, 1984; ASHLEY, 2002). Para os críticos dessa teoria (JENSEN, 2002; STERNBERG, 1999), nessa própria definição já está embutida uma pressão sobre as empresas.

A preocupação em atender a todos os públicos com quem se relaciona, fez as empresas criarem formas de comunicar o impacto de suas atividades no meio ambiente e na comunidade em seu entorno, como por exemplo, o uso do padrão de relatório GRI.

Consequentemente, o fato de adequar-se aos requisitos exigidos nos padrões de relatórios faz as organizações repensarem seus processos produtivos e produtos gerados, promovendo melhorias em questões socioambientais.

Quanto à pressão dos investidores, as teorias econômicas e de finanças não são capazes de explicar a preocupação crescente com o desempenho socioambiental das empresas, principalmente de setores com baixo potencial poluidor.

A teoria de maximização da riqueza dos acionistas preconiza que cabe aos proprietários das organizações o direito sobre os resíduos (lucros) e a tomada de decisões na empresa (BREALEY; MYERS, 2000). Porém, há uma crescente preocupação de investidores ao considerar os impactos socioambientais em suas decisões de investimentos (FOWLER; HOPE, 2007). Por exemplo, o estudo aprofundado do passivo ambiental da empresa antes de uma decisão de fusão ou aquisição

da empresa já é uma prática corrente, pois pode levar à redução do preço da negociação ou até mesmo impedi-la.

d) Fundos de investimentos sociais

Também os fundos de investimentos sociais, conhecidos em inglês como *Socially Responsible Investing* (SRI) proporcionam mudanças de comportamento do investidor na tomada de decisão de investimentos (ORSATO; GARCIA; MENDES-DA-SILVA; SIMONETTI; MONZONI, 2015).

Os SRI são produtos oferecidos pelas instituições financeiras que buscam captar recursos junto aos investidores, servindo como estratégias de investimentos que levam em consideração os retornos financeiros e os benefícios socioambientais gerados pelas empresas. Essa situação é condizente com a hipótese de Porter. A principal característica dos SRI é a inclusão de critérios socioambientais na seleção das empresas que irão compor a carteira do fundo.

Segundo Fowler e Hope (2007), as primeiras iniciativas em investimentos socialmente responsáveis surgiram com os grupos religiosos como a irmandade Quakers e de Luteranos que, em 1758, proibiram seus seguidores de participar do comércio de escravos. Um dos mais articulados defensores do SRI foi John Wesley (1703–1791), um dos fundadores da Igreja Metodista, que em seus sermões aconselhava aos seus seguidores que evitassem adquirir produtos de empresas químicas, pois tais empresas causavam danos à saúde de seus trabalhadores.

A crescente abordagem e destaque sobre SRI é observada no cenário econômico e nas decisões por parte dos investidores. Durante o período 1982-2009, Capelle-Blancard e Monjon (2012) observaram um crescimento expressivo na literatura sobre SRI. Na década de 1990 as reportagens anuais em periódicos sobre esse tema correspondiam a 0,069% de todas as publicações. Já na década de 2000 a representatividade de reportagens sobre SRI foi de 0,133%.

O mesmo fenômeno de crescimento ocorreu com os artigos acadêmicos: entre 1982 e 1989 correspondiam a 0,096%, passou para 0,284% na década de 1990, e 0,549% de 2000 a 2009 (CAPELLE-BLANCARD; MONJON, 2012).

Esse crescente interesse sobre o tema SRI, tanto em periódicos acadêmicos como na mídia impressa e eletrônica de acesso mais amplo, reflete o interesse dos investidores, e também da sociedade, por esse tipo de investimento.

Para Berchicci e King (2007), embora existam razões teóricas e empíricas para acreditar que a força das regulamentações e a pressão dos *stakeholders* possam desempenhar um papel importante no incentivo à inovação que leva à vantagem competitiva, a literatura sobre a questão permanece vaga.

e) Acordos internacionais

Os argumentos usados na seção anterior, apresentando formas de pressão que fazem com que as empresas invistam em estratégias socioambientais, são inerentes à sociedade pós-industrial, cujos valores são representados pela melhoria da qualidade de vida da sociedade e não apenas pelo sucesso econômico de um país.

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

Para Barbieri e Cajazeira (2009), as propostas, acordos e programas implementados a partir de conferências promovidas pela ONU e suas agências deram grande impulso às práticas de gestão socioambiental pelas empresas.

Para esses autores, os princípios diretivos emanados por essas organizações se tornaram os grandes indutores da criação de normas de gestão e outros instrumentos para práticas de gestão social responsável. Eles entendem que esses princípios diretivos permitem à empresa rever a sua visão, valores e missão, colocando-a em conformidade com os conceitos, objetivos e propostas do desenvolvimento sustentável.

O Quadro 1 resume algumas dessas iniciativas, programas e acordos promovidos pelos organismos internacionais e que, de alguma maneira, geram impactos nas organizações no incentivo à adoção de práticas socioambientais.

Acordo/Programa	Organismo	Breve descrição
Declaração Universal dos Direitos Humanos	ONU	Criado em 1948, é o documento dos direitos humanos mais universal em existência, delineando os direitos fundamentais que formam a base para uma sociedade democrática. Afeta as organizações empresariais quando a ONU emitiu o Pacto Internacional dos Direitos Econômicos, Sociais e Culturais em complemento à Declaração Universal dos Direitos Humanos. Nele é garantido, dentre outros, o direito de toda pessoa a ter condições de trabalho justas e favoráveis que assegurem especialmente uma remuneração justa, além de condições de trabalho seguras e higiênicas.
Agenda 21	ONU	Aprovada em 1992, é um macroplano de ação para alcançar os objetivos do desenvolvimento sustentável. A Agenda 21 dedica um capítulo específico às empresas, no qual recomenda que elas considerem a RSE como uma das suas mais altas prioridades e fator determinante do desenvolvimento sustentável. Dentre as recomendações, estão o engajamento das empresas em atividades de pesquisa e desenvolvimento de tecnologias ambientalmente saudáveis e o manejo responsável e ético de produtos e processo.
Carta da Terra	UNESCO	Concluída em 2000, está dividida em quatro partes que não se restringem às questões relacionadas ao direito internacional. Apresenta princípios de ação também aplicáveis às empresas como adotar padrões de produção, consumo e reprodução que protejam as capacidades regenerativas da Terra, os direitos humanos e o bem-estar comunitário.
Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)	ONU	Aprovada em 2015, prevê uma nova agenda de desenvolvimento sustentável e objetiva um acordo global sobre a mudança climática. As empresas podem adotá-los para estabelecer compromissos específicos e, com isso, dar uma contribuição efetiva ao desenvolvimento sustentável.
Pacto Global	ONU	Objetiva a mobilização da comunidade empresarial internacional por meio da adoção de dez princípios relacionados a direitos humanos, trabalho, meio ambiente e corrupção. A empresa que quiser se engajar no Pacto Global pode fazê-lo enviando uma carta do seu principal executivo para a ONU, expressando seu apoio ao Pacto Global e aos seus princípios e, a partir de então, podendo incluir esse compromisso no relatório anual e outros documentos publicados pela empresa.

Quadro 1– Principais programas e acordos internacionais relevantes na área socioambiental para as organizações empresariais

Fonte: elaboração própria

Embora, consideradas como incentivadores para o engajamento das organizações empresariais nas iniciativas socioambientais, houve diferenças na implementação desses acordos e programas, principalmente entre os países desenvolvidos e emergentes.

Para Tenório (2006), a maioria dos países em desenvolvimento ainda não está habilitada, ou não acredita ter condições de cumprir os padrões exigidos. Além disso, há empresas de países desenvolvidos que competem em desvantagem no mercado internacional com empresas oriundas de países em desenvolvimento, por apresentarem custos sociais, trabalhistas e ambientais mais elevados que os de suas concorrentes.

Por outro lado, os países desenvolvidos passam a impor barreiras não tarifárias ambientais (“barreiras verdes”), alegando que os países em desenvolvimento possuem leis ambientais menos rigorosas que as suas, o que resultaria em custos mais baixos, também chamado de *dumping* ecológico e, conseqüentemente, menores preços praticados no mercado internacional (MAY, 2010).

O resultado desses diversos acordos e programas internacionais, como exemplificado no Quadro 1, aliado às regulamentações ambientais e sociais de cada país, leva as empresas a se preocuparem em adotar práticas de RSE.

2.2 Responsabilidade Social Empresarial

O tema “Responsabilidade Social Empresarial” ou CSR, no inglês, é um conceito dinâmico que tem evoluído no debate ao longo do tempo e possui um vasto número de estudos que se aprofundam no próprio conceito e em explicar a origem do termo responsabilidade empresarial e outros correlatos como sustentabilidade e práticas em fatores ESG (VISSER, 2010).

Talvez, a mais elucidativa definição de RSE seja a dada por Bassen, Meyer e Schlange (2006): RSE é um conceito dinâmico e seu conteúdo “ético” depende em grande parte dos paradigmas teóricos, das tradições econômicas regionais, das especificidades do negócio e do período de tempo

envolvido. Outros autores também compartilham com essa definição, como Freeman e Hasnoui (2011) e Matten e Moon (2008).

O conceito de “Responsabilidade Social” teve sua origem na década de 1950, quando a literatura formal sobre RSE apareceu nos Estados Unidos e na Europa. Segundo Carroll (1999), a responsabilidade social foi definida por Howard Bowen, em 1953, e referia-se às obrigações dos empresários de cumprir as políticas, tomar decisões, ou seguir as linhas de ação que fossem desejáveis em termos dos objetivos e valores da sociedade.

Já para Tenório (2006) a abordagem da atuação social pelas empresas surgiu no início do século XX, com o filantropismo. Segundo esses autores, com o esgotamento do modelo industrial e o desenvolvimento da sociedade pós-industrial, o conceito evoluiu passando a incorporar os anseios dos agentes sociais no plano de negócios das corporações.

Com isso, desenvolveram-se conceitos como voluntariado empresarial, cidadania corporativa, responsabilidade social corporativa e, por último, desenvolvimento sustentável, termo cunhado na divulgação do Relatório Brundtland, em 1987, e amplamente difundido pela ONU, na Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, ocorrida na cidade do Rio de Janeiro, em 1992.

À medida que aumentou a literatura sobre RSE, ao longo das décadas seguintes, diversos termos para conceitos iguais ou similares foram surgindo (MARREWIJK, 2003). Para Freeman, Harrison, Wicks, Parmar e Colle (2010), depois de mais de meio século de pesquisas e debates, não existe uma única definição de RSE amplamente aceita e que cada um desses diversos esforços partilha um objetivo comum ao tentar ampliar as obrigações das empresas para incluir mais do que considerações financeiras. Tais autores estão em nítida oposição à famosa afirmação de Friedman (1970) de que a única responsabilidade de uma empresa é o lucro.

Nos anos de 1960, a participação dos Estados Unidos na Guerra do Vietnã gerou profunda insatisfação popular, abrindo caminho para novas concepções sobre a responsabilidade social das empresas. A sociedade passou a repudiar a participação americana no conflito e, principalmente, passou a manifestar-se contra a utilização de armamentos bélicos produzidos por empresas norte-americanas, nocivas ao homem e ao meio ambiente (KARKOTLI, 2006).

Destaque que uma das consequências desse movimento foi a criação do primeiro fundo de investimento social, denominado de Fundo de investimento PAX. Surgido em 1971, o fundo foi criado pelos opositores da Guerra do Vietnã, que evitavam fazer investimentos em empresas relacionadas com equipamentos e materiais militares (ORSATO *et al.*, 2015).

Outro movimento que também exerceu pressão sobre as empresas surgiu na década de 1970. Nessa época foram criadas várias agências regulamentadoras e de direção e controle, visando a forçar as empresas a mitigar seus impactos negativos, principalmente em questões ambientais (HART, 2006). Neste caso, um órgão regulador estabelece uma série de normas, regras, restrições e controles a serem seguidos pelos agentes poluidores e fixa as penalidades para os casos em que eles deixarem de cumpri-las.

Com isso, reguladores e cidadãos ativistas aumentaram a pressão sobre as empresas por meio de multas, penalidades e boicotes. Para Hart (2006), esse movimento condicionou uma geração de gerentes empresariais e de fábrica a assumir a ideia de que toda preocupação social só pode representar um empecilho a seus negócios e, como consequência, essa atitude tendia a ser reativa, isto é, os gerentes só faziam o mínimo necessário para evitar sanções legais.

Berchicci e King (2007) afirmam que, de acordo com as teorias econômicas aceitas, essas regulamentações ao estilo comando e controle causavam prejuízos às empresas, porque aumentavam-se os custos e limitava a capacidade gerencial. Porém, revelam também, que no início dos anos 90, evidências surgiram mostrando que algumas regulações geravam benefícios não esperados e que algumas empresas voluntariamente cumpriam regulações “*beyond compliance*”, isto é, além do exigido. Dessa forma, as instituições criadas para fazer e dar suporte à alta-regulação tornaram-se visíveis e ganharam destaque, como as Normas da *International Organization for Standardization* (ISO).

Dois outros movimentos, surgidos na década de 80, passaram a integrar as estratégias das empresas, na busca pela vantagem competitiva e, que, como consequência, contribuíram para o desenvolvimento da RSE: a implantação da Administração da Qualidade Total (em inglês *Total Quality Management-TQM*) e a certificação dos sistemas de gestão ambiental (em inglês *Environmental Management System-EMS*). Tais iniciativas voluntárias permitiram às empresas

melhorias em seus processos organizacionais e produtos, tornando-se uma fonte de vantagem competitiva (ORSATO, 2009).

O aperfeiçoamento das competências técnicas, impostas por programas como o TQM e a EMS, incluindo aquelas relacionadas às questões socioambientais, contribuiu para o desenvolvimento de outra teoria da área da administração estratégica: a Teoria Baseada em Recursos, em inglês *Resource Based View* (RBV).

Por essa teoria, a vantagem competitiva é resultante das competências das empresas em adquirir e administrar os recursos (BARNEY; HESTERLY, 2011). Recursos definidos como ativos tangíveis e intangíveis que a empresa controla e que podem ser usados para criar e implementar a estratégia, como, por exemplo, a reputação da empresa entre os clientes, a propriedade da autoria intelectual e até mesmo as soluções adotadas para as questões ambientais.

Partindo dessa teoria, Hart (1995) propôs a NRBV-*Natural Resource Based View* como teoria da vantagem competitiva baseada na relação da empresa com os recursos naturais, introduzindo a influência das empresas no desenvolvimento sustentável.

Mais especificamente, Hart e Dowell (2011) argumentam que as empresas podem obter vantagem competitiva ao desenvolver "capacidades que facilitam a atividade econômica ambientalmente sustentável". Assim sendo, a NRBV foi desenvolvida para complementar a RBV com a variável ambiental.

A NRBV também está em linha com a hipótese de Porter. Para Berchicci e King (2007), enquanto a hipótese de Porter é uma teoria que explica como o desempenho ambiental ajuda indústrias ou nações a obter vantagens competitivas, a NRBV é a teoria que explica como a empresa individualmente pode ganhar a vantagem competitiva sendo ambientalmente responsável.

Porter e Kramer (2011) acrescentam, ainda, que há um imenso potencial para a cocriação de valor empresarial, complementando o valor para a sociedade e para o meio ambiente, ao afirmar que *shared value* (valor compartilhado) “não é responsabilidade social, filantropia ou mesmo sustentabilidade, mas uma nova forma de obter sucesso econômico”. Para eles, são três os caminhos para atingir o *shared value*: reconceber produtos e mercados, redefinir a produtividade

na cadeia de valor e montar *clusters* setoriais de apoio nas proximidades da empresa (PORTER; KRAMER, 2011).

Para colocar em prática essas premissas, as empresas precisam entender e mapear o impacto de suas principais operações e produtos na sociedade que as cercam. Com isso, as empresas se deparam com a necessidade de esclarecer quais são suas dependências e impactos de suas atividades junto aos seus *stakeholders*.

2.3 Teoria dos *stakeholders*

Uma contribuição teórica à responsabilidade empresarial foi estabelecido em 1980 e cuja origem veio da área de administração estratégica. Em 1984, Edward Freeman publicou o livro *Strategic management: a stakeholder approach*, que formalizou o campo da teoria do *stakeholder*. Para Freeman (1984), *stakeholder* refere-se a grupos e indivíduos que podem afetar ou ser afetados pelas atividades empresariais.

A definição de *stakeholder* considera qualquer grupo de interesse e não apenas os grupos diretamente envolvidos nas atividades da empresa, como os empregados, clientes, fornecedores, investidores e autoridades governamentais (FREEMAN, 1984).

Com isso, surge o grande dilema para as empresas em como administrar tantos interesses distintos entre esses diversos *stakeholders*. Esse é o ponto principal dos críticos a essa teoria (JENSEN, 2002; STERNBERG, 1999). Para STERNBERG (1999), o fato de a empresa afetar um grupo é bem diferente de ela ser responsável por esse grupo. Além disso, a importância dos *stakeholders* para a empresa pode variar com o tempo e ao longo do ciclo de vida da empresa.

Para Hill e Jones (2010), existe uma inter-relação entre os objetivos específicos dos diferentes *stakeholders* de uma organização e, dessa forma, para que os objetivos sejam atingidos, será necessário que exista uma reciprocidade entre os interesses da empresa e dos *stakeholders*. Para tal, as organizações precisam desenvolver estratégias que estimulem o diálogo e a participação de todos os *stakeholders* (ZADEK; GRAY; DEY; OWEN; EVANS, 1997).

Portanto, compete às empresas que se comprometem com a RSE identificar seus *stakeholders*, por meio de um processo de mapeamento, visando entender as relações e impactos com suas atividades empresariais. Existem diversas teorias e instrumentos que auxiliam nesse processo, como a norma AA1000 e modelos desenvolvidos de priorização dos *stakeholders* (LAASH; CONAWAY, 2015).

Uma das formas para medir a criação de valores para os *stakeholders* é avaliação da materialidade, pela qual as empresas identificam a importância de certas questões para os *stakeholders* e comparam-nas com a importância delas para a empresa (JENSEN, 2002). A fim de criar um valor máximo para o *stakeholder*, a maioria das questões deve ser traduzida em indicadores. Tal avaliação é a base para uma decisão segura acerca de quais questões de RSE devem ser priorizadas pela empresa.

Indicadores ESG são, então, uma das maneiras possíveis para medir os impactos e a criação de valor pelas empresas junto aos seus *stakeholders*. Uma vez criados os indicadores, é possível medir o desempenho em ESG e fazer comparativos de seu desempenho com a evolução no tempo e até mesmo entre empresas de um mesmo setor, identificando os fatores motivadores para mudanças e de investimentos na área socioambiental.

2.4 Iniciativas socioambientais voluntárias

Uma das maneiras de comunicar e demonstrar suas práticas e desempenho em ESG aos seus *stakeholders* é a associação das empresas às Iniciativas Socioambientais Voluntárias (ISV) ou clubes verdes, como chamamos aqui.

Inicialmente introduzidos no Japão na década de 1950, os clubes verdes ganharam destaque em todo o mundo na década de 1990 (DELMAS; MONTIEL, 2008). Segundo Berchicci e King (2007), nessa década, evidências revelaram que algumas regulações geraram benefícios não esperados e mostraram que algumas empresas adotaram iniciativas voluntárias na direção do “*beyond compliance*” (além da regulação). Na realidade, a partir dessa década, os clubes verdes alcançaram ampla exposição em todos os setores e países (POTOSKI; PRAKASH, 2013).

Ao final dos anos 1960, uma variedade de crises ambientais torna-se evidente e expõe as consequências da exploração dos recursos naturais causados pelas empresas (SACHS, 1999). Nesse período, governantes adotaram instrumentos de comando-e-controle, também chamados de instrumentos de regulação direta ou por reguladores, que implicam controle direto sobre os locais em que estão sendo emitidos poluentes.

Nos Estados Unidos, o *Clean Air Act*, criado no fim dos anos de 1960, foi um exemplo de clube verde que promovia, monitorava e avaliava as regras ditadas pelo *Environmental Protection Agency* (EPA), uma agência governamental regulamentadora.

Estima-se que as agências governamentais norte-americanas criaram em torno de 150 iniciativas como o EPA, no final dos anos de 1980, com a participação de mais de 13.000 empresas integrantes (DeLEON; RIVERA; MANDERINO, 2010).

A pressão exercida pelas legislações ambientais fez com que as empresas passassem a controlar a poluição e elas fizeram isso, via de regra, por meio do uso de tecnologias de remediação e de captação e tratamento dos poluentes no final dos processos produtivos (*end-of-pipe*, em inglês). Esta forma de regulamentação produziu expressivas melhorias na qualidade ambiental entre a década de 1970 e 1980, mais notadamente nos países industrializados (POTOSKI; PRAKASH, 2013).

Com o decorrer do tempo, a regulação por meio do comando-e-controle tornou-se crítica durante os governos Reagan e Thatcher, nos Estados Unidos e Inglaterra, respectivamente, com a desregulamentação promovida por eles durante a década de 1980 (KOLLMAN; PRAKASH, 2001). Para esses autores, os críticos argumentavam que tal regulação impunha altos custos para os agentes reguladores e regulados, ao promover retornos decrescentes em termos de redução da poluição. O comando-e-controle era rígido, inflexível e caro, criando relações antagônicas entre os reguladores e os regulados.

Segundo Eisner (2004), o clamor político para a reforma regulamentar abriu espaço para experiências com novas abordagens políticas, inclusive de parcerias de colaboração, políticas baseadas no mercado como “*cap and trade*” (sistema econômico no qual se determina uma quantidade de gás carbônico que um setor da indústria ou país pode emitir), políticas de

“disclosure” (divulgação de informações), tais como o *Toxics Release Inventory* (TRI), e o surgimento dos VEP, que aqui também denominamos de “clubes verdes”.

A norma ISO 14001 pode ser considerada o clube verde mais amplamente adotado no mundo, cuja adesão se estende por vários setores. Em 2010, a ISO 14001 tinha 250.000 participantes certificados espalhados por 155 países; o *Forest Stewardship Council* (FSC) já havia certificado mais de 150 milhões de hectares de florestas espalhados por 80 países; e o *Responsible Care*, um clube verde criado pela indústria química norte-americana, contava com empresas associadas em 50 países (POTOSKI; PRAKASH, 2013).

Potoski e Prakash (2013) classificam os VEPs em duas abordagens: rivais e excludentes. Segundo esses autores, VEPs são rivais quando múltiplos usuários podem se apropriar simultaneamente do produto (benefício) do clube. São excludentes quando, legal ou tecnologicamente, é viável excluir alguns potenciais usuários daquele produto (benefício).

Baseados nessa abordagem, esses mesmos autores identificam quatro categorias em como os bens podem ser classificados: a) bens públicos (não rivais e não excludentes); b) bens privados (rivais e excludentes); c) recursos compartilhados em comum (rivais, mas não excludentes), e d) produtos dos clubes (não rivais e excludentes).

Dessa forma, concluem que os clubes verdes são não rivais e são excludentes, pois podem ser acessados por meio de uma taxa de utilização (como um pedágio em uma estrada) ou uma taxa de adesão (como um clube de golfe) para custear o custo do fornecimento do produto ou o benefício do clube (POTOSKI; PRAKASH, 2013).

Os benefícios aos membros do VEP são excludentes porque somente seus integrantes podem usar a marca do clube para comunicar aos seus *stakeholders* (partes relacionadas) e são não rivais porque um integrante do clube não impede a habilidade de outro integrante do clube em usar a mesma marca. As certificações ISO se encaixam nesse tipo de VEP.

Ao contrário do conceito de clubes definido por James Buchanan, que em 1965 cunhou o termo “clube” (BUCHANAN, 1965), como agrupamentos organizados para produzir os bens de um clube, Potoski e Prakash (2013) afirmam que o propósito central de um VEP é que seus integrantes

produzam bens ambientais públicos. Como retorno, seus integrantes se apropriam dos benefícios pela afiliação à marca do clube.

Como um sistema institucionalizado, os clubes verdes podem usufruir de um certo nível de credibilidade, pois suas regras podem ser mais difíceis de mudanças do que as políticas ambientais de uma empresa em específico (MOON; DeLEON, 2007). Além disso, ao integrar um VEP, as empresas podem obter um maior valor reputacional pelos seus esforços com a exposição gerada pela marca do clube. Isto pode explicar a razão das empresas se filiarem aos clubes verdes.

Segundo Orsato (2009), os clubes verdes surgiram originalmente como um meio de auxiliar as empresas a administrarem sua reputação, que era frequentemente abalada por acidentes ou poluição local causada por suas operações. Em princípio, eles são instrumentos usados pelas empresas para se comunicarem melhor com suas partes interessadas, frequentemente servindo como um escudo contra a má reputação.

Orsato (2009) ilustra a extensão e a variedade de clubes verdes, reproduzidas na Figura 2.

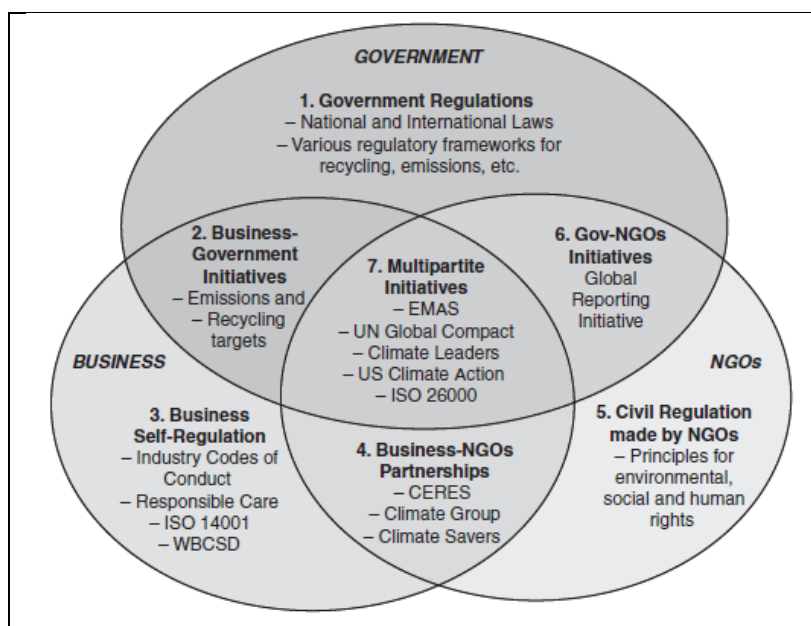


Figura 2 – Iniciativas Reguladoras de Múltiplas Partes Interessadas

Fonte: Orsato (2009, p. 75)

Na Figura 2, é possível identificar três esferas: governo (*government*), organizações empresariais (*business*) e instituições sem fins lucrativos *Non profit organization* (NGO) e suas interações, resultando em até sete possíveis combinações de relacionamento entre essas esferas.

Os índices de sustentabilidade criados pelas bolsas de valores, um dos objetivos de estudo desse trabalho, podem ser considerados como um VEP, que está relacionado, na Figura 2, como item 3 - “*Business Self-Regulation*”, que corresponde às organizações que promovem a autorregulação.

Nesse tipo de VEP, há sistemas de regras definidas entre os participantes, tendo dois aspectos especialmente importantes para sua eficácia: o rigor das obrigações impostas aos participantes (normas do clube) e os mecanismos de monitoramento, acompanhamento e de execução para garantir que os participantes adiram a essas obrigações. Essas condições são determinantes para um clube verde, conforme argumentado por Potoski e Prakash (2013).

2.4.1 Índices de Sustentabilidade de Bolsas de Valores

São programas criados nas bolsas de valores, com adesão voluntária das empresas. Portanto, é um VEP, pois para se integrar em tal programa, é necessário cumprir uma série de regras de ESG. Além disso, para manterem-se na carteira do índice, as empresas são monitoradas ao longo de um período e devem enviar periodicamente ao clube a atualização de suas práticas ESG.

Em alguns casos, são previstas auditorias nas empresas integrantes do clube verde, como no caso brasileiro, na qual a empresa de auditoria KPMG faz a auditoria do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da bolsa de valores B³, antes denominada BM&FBovespa.

Um provável benefício da existência desses índices é que as metodologias utilizadas nesse tipo de VEP permitem a comparabilidade entre as empresas e auxiliam nos processos de decisão pelas partes interessadas (*stakeholders*), principalmente aquelas que investem no mercado de capitais.

Além disso, para estarem listadas nessa carteira teórica de ações, as empresas tiveram que dedicar esforços e investimentos em práticas de ESG, podendo gerar benefícios para a sociedade. No Quadro 2, destacamos os primeiros índices de sustentabilidade existentes no mundo.

Índice	Ano e Fundador	Característica
Domini 400 Social Index	1990 - <i>Kinder, Lydenberg, Domini and Co.</i>	Composto por uma seleção de 400 empresas norte-americanas, sendo 250 incluídas no índice S&P500, 100 companhias que não estão incluídas no S&P500, mas são representativas em seu setore, 50 companhias que representam fortes características de apelo social.
Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)	1999 - <i>Dow Jones Indexes, STOXX Limited e The Sustainable Asset Management Group (SAM).</i>	Calculados e analisados de maneira semelhante ao <i>Dow Jones Global Indexes</i> e são subcategorizados em dois índices: o <i>Dow Jones Sustainability Index (DJSI) World</i> e <i>DJSI STOXX</i> , sendo esse último composto de empresas europeias.
FTSE4Good	2001 Grupo empresarial britânico.	É derivado do índice global <i>Financial Times Stock Exchange (FTSE)</i> , especificamente do <i>FTSE-All Share Index (UK)</i> e do <i>FTSE All-World Developed Index (Global)</i> .
Ethibel Sustainability Indices (ESI)	2002 - <i>Standard & Poor's (S&P).</i>	Composto por quatro índices regionais, que são ESI Global, ESI Américas, ESI Europa e ESI Ásia-Pacífico.
Calvert Social Index	2004 - <i>Calvert Corporation.</i>	Composto por 680 empresas selecionadas entre cerca de 1.000 das maiores empresas de capital aberto dos Estados Unidos
Socially Responsible Index (SRI)	2004 Bolsa de valores de Johannesburgo, na África do Sul.	Considerado o primeiro índice de sustentabilidade surgido em um país emergente.
Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	2005 BM&FBOVESPA, atualmente denominada B ³	Originalmente financiado pelo <i>International Finance Corporation (IFC)</i> , braço privado do Banco Mundial. Seu desenho metodológico é de responsabilidade do Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVces).

Quadro 2 - Primeiros índices de sustentabilidade de bolsas de valores

Fonte: Orsato *et al.*, 2015

Conforme análise do Quadro 2, embora o índice Domini 400 *Social Index* tenha sido lançado em 1990, o primeiro índice de sustentabilidade criado para uma bolsa de valores foi o DJSI, em 1999, para a bolsa de Nova Iorque.

O Quadro 2 mostra também o primeiro índice em bolsa de valores em um país emergente, que foi o da África do Sul, em 2004, e finalmente o primeiro índice da América Latina: o ISE, da B³, no Estado de São Paulo, Brasil, em 2005.

A inclusão em índices de sustentabilidade de bolsas de valores pode influenciar positivamente a percepção da reputação empresarial. O trabalho de Cho, Guidry, Hageman e Patten (2012) sugere que a inserção da empresa no índice DJSI serve como variável mediadora do efeito reputação ambiental.

Slager (2015) afirma que ao desenvolver padrões internacionais existentes relacionados aos aspectos de RSE, como direitos humanos ou questões trabalhistas por exemplo, o FTSE4Good,

índice de sustentabilidade da bolsa de Londres, padroniza e difunde normas prevalecentes e relacionadas ao que constitui um comportamento responsável corporativo no ambiente internacional.

Além disso, resultados de pesquisas mostram que um sistema de mensurações, como os índices de sustentabilidade de bolsas de valores, pode ser um elemento essencial no processo de institucionalização de uma prática (HASSELBLADH; KALLINIKOS, 2000).

2.5 Teoria Institucional

É difícil apontar uma única teoria capaz de explicar o que determina a adesão voluntária das empresas aos clubes socioambientais, e especificamente para esta pesquisa, aos índices de sustentabilidade de bolsas de valores. Na década de 1970, pesquisadores em estudos organizacionais (DIMAGGIO; POWELL, 1991; MEYER; ROWAN, 1977; SCOTT; MEYER, 1991) enfatizavam em seus trabalhos a denominada nova escola institucional, ou simplesmente, neoinstitucionalista, nos quais procuravam esclarecer os princípios institucionais no contexto das organizações formais.

Em linhas gerais, a Teoria Institucional ocupa-se de estudar como mitos e rituais são gerados e institucionalizados. Apesar de não se restringir ao campo dos estudos organizacionais, essa teoria tem produzido importante volume de conhecimentos nessa área. Segundo Machado-da-Silva e Gonçalves (1999), esse arcabouço teórico resulta de influências recebidas da Ciência Política, da Sociologia e da Economia. Busca incorporar em suas proposições a ideia de instituições e de padrões de comportamento, de normas e de valores, de crenças e de pressupostos, nos quais se encontram imersos indivíduos, grupos e organizações (MACHADO-DA-SILVA; GONÇALVES, 1999).

Essa teoria pode explicar, em parte, como as empresas respondem às exigências resultantes dos acordos e programas internacionais entre os países relativas às questões socioambientais, como aquelas promovidas pela ONU e suas agências, especialmente as conferências do Rio de Janeiro, a

políticas e normas de procedimentos em uma determinada organização ou em um conjunto de organizações que passam por situações similares.

Conforme a Figura 3, a habitualização é originada em função da inovação gerada por mudanças tecnológicas ou por alguma normatização ou até mesmo pelas forças do mercado. Os clubes verdes são criados para responder a esse processo, como por exemplo, as normas ambientais da ISO 14001.

A norma propõe uma padronização nos processos que levam as empresas a atuar no âmbito da responsabilidade ambiental com a implantação de sistemas de gestão ambiental. Há outros exemplos de iniciativas socioambientais voluntárias como a CERES-*Coalition for Environmentally Responsible Economics* e o *Responsible Care*, cujas empresas integrantes declaram sua responsabilidade em relação ao meio ambiente e se comprometem a divulgar relatórios ambientais padronizados.

Esses clubes verdes são exemplos de “arranjos formais” que incentivam mudanças nas empresas em relação às questões ambientais. Portanto, é o processo de habituar-se às novas configurações e exigências do mercado.

O estágio de objetificação, segundo Tolbert e Zucker (1999), indica “o desenvolvimento de significados gerais socialmente compartilhados ligados a esses comportamentos; um desenvolvimento necessário para a transposição de ações para contextos além de seu ponto de origem”.

Durante o processo de objetificação, os arranjos, procedimentos e modelos de estrutura já estão suficientemente disseminados e há certo grau de consenso social em torno deles. Isso se dá a partir do monitoramento que as organizações fazem dos concorrentes, em que se acumulam as percepções acerca dos benefícios de adoção de uma estrutura “testada” e “aprovada” (TOLBERT; ZUCKER, 1999).

Um exemplo desse estágio na área da RSE é a criação, nas empresas, de canais de comunicação com os seus diversos *stakeholders*. Exemplos como a implantação dos Serviços de Atendimento ao Consumidor (SAC), serviços de ouvidoria ou até mesmo disponibilização de um atendimento para denúncias de práticas de corrupção nas empresas, demonstram o grau de conscientização por

parte das empresas na efetividade desses mecanismos, já testados e inseridos no contexto de muitas outras organizações.

Por último, vem o processo de sedimentação, que é a continuidade do arranjo estrutural por um período de tempo relativamente longo. Para que isso ocorra, uma estrutura precisa desfrutar das seguintes condições: baixa resistência de grupos de oposição; promoção e apoio cultural continuado, e uma relação positiva com os resultados almejados (TOLBERT; ZUCKER, 1999). A sedimentação corresponde ao estágio de institucionalização total. Exemplo do processo de sedimentação das práticas de ESG é a divulgação contínua de relatórios de sustentabilidade.

Resumidamente, os processos de institucionalização da RSE podem ser representados conforme ilustrado no Quadro 3:

Processos da institucionalização	Características presentes	Exemplos de Fatores de ESG	Referência de trabalhos
Habitualização	Motivações, interesses e valores que levam as empresas ao movimento de RSE	Implantação de sistemas de gestão ambiental como a ISO 14000	Prakash e Potoski (2007); Moon, Bae e Jeong (2014)
Objetivação	Arranjos estruturais utilizados para institucionalizar práticas ESG na empresa	Setores ou departamentos criados ou direcionados para lidar com a RSE	Miller e Serafeim (2014); Longworth, Doran e Webber (2012)
Sedimentação	Discurso de justificação que busca legitimar a ação prática como socialmente responsável	Elaboração de relatórios de sustentabilidade	Ioannou e Serafeim (2011); Mori Junior, Best e Cotter (2014) Murphy e McGrath (2013)

Quadro 3 – Institucionalização na RSE

Fonte: elaboração própria

Segundo DiMaggio e Powell (1991), uma vez que um campo organizacional se torne bem estabelecido, há um impulso inexorável em direção à homogeneização. É o que ocorre com os clubes socioambientais: uma vez estabelecidos, promovem uma corrida dos seus integrantes à homogeneização de certas práticas e comportamentos em ESG. Essa homogeneização leva ao

conceito de isomorfismo, termo instituído em uma nova fase da teoria institucional: a teoria neoinstitucional.

2.5.1 Teoria neoinstitucional

A denominada “nova” escola institucional ou neoinstitucionalista tem início com a publicação de trabalhos dos institucionalistas contemporâneos Meyer e Rowan (1977) e DiMaggio e Powell (1991). Eles desenvolveram e tornaram claros os princípios institucionais no contexto das organizações formais, que passaram a ser vistas como elos entre os indivíduos e o mundo social (MACHADO-DA-SILVA; GONÇALVES, 1999).

O termo isomorfismo é definido por DiMaggio e Powell (1991) como um processo pelo qual uma unidade de uma determinada população é forçada a assemelhar-se a outras unidades que enfrentam as mesmas condições ambientais.

Transpondo esse raciocínio para a realidade das organizações, são estabelecidos três pressupostos: 1) as características organizacionais são modificadas em direção a uma crescente compatibilidade com as características ambientais; 2) o número de organizações numa população é uma função da capacidade que o ambiente tem de abrigá-las, sem se saturar; 3) a diversidade de formas organizacionais é isomórfica à diversidade ambiental (DIMAGGIO; POWELL, 1991).

Já Meyer e Rowan (1977) apresentam duas explicações para o processo de isomorfismo. A primeira afirma que os ambientes criam uma relação de demanda recíproca com as organizações e aquelas que incorporam elementos estruturais isomórficos com os seus ambientes são capazes de melhor gerenciar tais interdependências. A segunda explica que o isomorfismo ocorre porque as estruturas organizacionais refletem uma realidade socialmente construída. Portanto, as organizações são em grande parte condicionadas pelo ambiente institucional.

Esse processo de isomorfismo pode ser exemplificado com o surgimento da bem-sucedida série ISO 9000 da Administração da Qualidade Total (*Total Quality Management-TQM*), durante os anos de 1980 e 1990. Como os produtos e serviços de melhor qualidade e de custos reduzidos

geraram uma chance de serem bem-sucedidos no mercado, tais práticas influenciaram as empresas a incorporarem as normas ISO.

DiMaggio e Powell (1991) explicam dois tipos de isomorfismo: o competitivo e o institucional. O primeiro pressupõe a racionalidade de um sistema que enfatiza a competição por mercados, mudanças de nicho e medidas de desempenho. É o exemplo da adesão das empresas às normas ISO 9000. Porém, segundo esses autores, o isomorfismo competitivo é relevante apenas para análise de ambientes caracterizados pela competição livre e aberta.

É defendida, então, a utilização do conceito de isomorfismo institucional para investigar por que as organizações de um determinado setor, em diversos aspectos, são homogêneas e por que o modelo burocrático continua a ser o dominante. Tais autores argumentam que as organizações não competem somente por recursos e clientes, mas por poder político e legitimação institucional, por adequação social, assim como por adequação econômica.

Para DiMaggio e Powell (1991), há três mecanismos que provocam o isomorfismo institucional:

1) *Coercitivo*: resulta tanto de pressões formais quanto informais de umas organizações sobre as outras, numa relação de dominação e dependência. Pode resultar também de expectativas culturais da sociedade na qual a organização está inserida.

Essas pressões se exercem na forma de força, persuasão ou convites para formação de alianças estratégicas. Em alguns casos, o isomorfismo coercitivo verifica-se também em decorrência de uma legislação comum compartilhada pelas organizações em um dado ambiente, como, por exemplo, indústrias que adotam novas tecnologias de controle de poluição para se adequarem às regulamentações ambientais;

2) *Mimético*: é quando o grau de incerteza num determinado setor incentiva a imitação. Em tais cenários, é comum organizações copiarem práticas que se provaram bem sucedidas em outras organizações (do mesmo setor, de setores diferentes, ou de regiões diferentes).

Conforme DiMaggio e Powell (1991), os modelos podem ser difundidos involuntariamente, indiretamente por meio da transferência ou rotatividade de funcionários, ou explicitamente por organizações como firmas de consultoria ou associações de comércio de indústrias. Exemplo na

área de RSE são as associações de empresas aos clubes especializados em questões climáticas, como o Conselho Empresarial de Liderança Ambiental, conhecido em inglês como *Business Environmental Leadership Council* (BELC) e Princípios para o Investimento Responsável, conhecido em inglês como *Principles for Responsible Investment* (PRI).

3) *Normativo*: decorre do poder de certas entidades profissionais para regulamentarem arranjos nas estruturas organizacionais, de acordo com os seus interesses. Exemplos de clubes verdes que se movimentam nesse sentido são o FSC, de interesse das indústrias de papel e celulose, e o *Responsible Care*, que representa uma estratégia da indústria química mundial para impulsionar a melhoria contínua em saúde, segurança e meio ambiente.

Resumidamente, o Quadro 4 demonstra a classificação do isomorfismo institucional, com suas características e exemplos aplicados ao tema da RSE.

Isomorfismo Institucional	Características presentes	Exemplos na RSE	Referência de trabalhos
Coercitivo	Pressões formais ou informais, por meio da persuasão ou convite para se juntar	Controle de poluição	King e Lenox (2000)
Mimético	Organizações modelam-se de forma não intencional, por meio de transferência ou rotatividade de empregados, ou explicitamente, por meio de firmas de consultoria, organizações e associações industriais	Adesão ao <i>Principles for Responsible Investment</i> (PRI)	Waddock (2008)
Normativo	Produzida por especialistas e pelo crescimento da elaboração de redes profissionais	Associações profissionais socioambientais	Greenwood, Suddaby e Hinings (2002); Fachin e Mendonça (2003)

Quadro 4 – Tipos de isomorfismo institucional na RSE

Fonte: elaboração própria

O isomorfismo institucional em torno de clubes verdes, exemplificados no Quadro 4, expõe características comuns entre seus membros: o compromisso com o compartilhamento de conhecimento, ferramentas e experiências com outras empresas que perseguem os mesmos objetivos e a busca da legitimidade de seus negócios.

2.5.2 Legitimidade dos clubes verdes

A associação das empresas aos clubes socioambientais e a Teoria Institucional têm em comum a busca por legitimação. A legitimação é um conceito central dentro da Teoria Institucional.

Enquanto as teorias clássicas enfatizam a eficácia e a eficiência para a sobrevivência das organizações, os institucionalistas argumentam que a organização depende, no longo prazo, da sua legitimação, que se baseia no quanto sua estrutura reflete os valores, mitos e normas geralmente aceitos por uma sociedade (DIMAGGIO; POWELL, 1991).

Nesse contexto, os clubes verdes surgiram originalmente como um meio de auxiliar as empresas a administrarem sua reputação, que era frequentemente abalada por acidentes ou poluição local causadas por suas operações (ORSATO, 2009).

O grau de legitimação conferido pela sociedade a uma organização muitas vezes é mais importante para a sua sobrevivência do que a sua eficiência e eficácia (DIMAGGIO; POWELL, 1991; MEYER; ROWAN, 1977). Como exemplo, destaca-se o episódio para salvar a companhia brasileira aérea Varig, durante o auge da crise financeira dessa empresa em 2006, no qual um manifesto de um grupo de artistas cobrava do governo uma ação para salvar a empresa. Para eles, era legítimo o país investir dinheiro público numa empresa ineficiente pelo fato de que ela levava o nome do país nos céus do mundo afora (MACHADO-DA-SILVA; GONÇALVES, 1999).

A adoção de práticas de ESG, preconizadas pelos clubes socioambientais, estimula as empresas participantes desses clubes a mudanças comportamentais e até culturais de sua estrutura organizacional. Ao participar de clubes verdes, as empresas devem buscar melhorias em seus processos produtivos e nos produtos, mas ao mesmo tempo facilitar o diálogo, a comunicação e o engajamento com as partes interessadas (*stakeholders*), o que irá, segundo Orsato (2009), afetar sua reputação e, eventualmente, fazê-las diferenciarem-se de seus competidores, contribuindo para a longevidade e a sobrevivência da organização.

Portanto, ao se filiarem em clubes socioambientais as empresas procuram legitimar suas práticas que vão além da conformidade legal (*“beyond compliance”*). Os índices de sustentabilidade de

bolsas de valores, objeto dessa pesquisa, estão disponíveis em alguns países como forma das empresas comunicarem ao público investidor suas práticas em ESG.

Como parte das estratégias empresariais, a adesão voluntária aos clubes socioambientais busca legitimar as empresas no fortalecimento de sua RSE (BANSAL; ROTH, 2000) ao sinalizar aos *stakeholders* suas práticas em ESG.

Para comunicar aos *stakeholders* suas práticas em ESG, as empresas iniciaram um movimento de publicação de relatórios de sustentabilidade (WEBER; MARLEY, 2012). Se o compromisso com a RSE passa a ser considerada vantagem competitiva, proporcionando-lhes uma estratégia de sustentabilidade para gerar ganhos financeiros imediatos e futuros, então ela deve divulgar, além de seu desempenho financeiro, seu desempenho nos fatores de ESG (DHALIWAL; LI; TSANG; YANG, 2011).

Porter e Kramer (2006) têm uma visão um tanto crítica dos relatórios de sustentabilidade. Argumentam que essas publicações raramente oferecem um contexto coerente para as atividades de RSE e, ainda, menos no sentido estratégico. Segundo os autores, em vez disso, os relatórios de sustentabilidade baseiam-se em um amontoado de casos acerca de iniciativas desconexas tendo por objetivo demonstrar a sensibilidade social da empresa e que só servem para manter uma indústria de redatores de relatórios e o crescimento de avaliações e classificações de RSE.

Por outro lado, Chatterji, Levine e Toffel (2009) destacam a importância dos relatórios de sustentabilidade. Afirmam que, não só resumem adequadamente o desempenho passado, mas são, também, indicativos do futuro. Para eles, um elemento importante da administração estratégica é o gerenciamento dos *stakeholders*, incluindo como é a visão por parte dos *stakeholders* acerca dos impactos no meio ambiente causados pelas atividades da empresa. E essa comunicação se faz por meio dos relatórios.

Tendo em vista que uma estratégia sustentável passa pela integração dos desempenhos financeiros com fatores ESG, a consequência é que as empresas devem divulgar seus avanços nessa direção e de forma integrada (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2011). Assim, surgiu o Relato Integrado, cujo objetivo principal é explicar aos provedores de capital financeiro como uma organização gera valor ao longo do tempo, beneficiando todas as partes interessadas, incluindo empregados, clientes,

fornecedores, parceiros comerciais, comunidades locais, legisladores, reguladores e formuladores de políticas públicas.

O Relato Integrado está subdividido em seis capitais: financeiro, manufaturado, humano, intelectual, natural e social (ECCLES *et al.*, 2011). Essa divisão visa a explicar como os recursos e os relacionamentos da empresa com a sociedade são afetados e demonstra a forma dela interagir com o ambiente externo e com os capitais, para gerar valor no curto, médio e longo prazos.

Para Carvalho e Kassai (2013) os gestores das empresas, com base no Relato Integrado, terão que capturar as movimentações (acréscimos e decréscimos) desses “novos capitais” e comunicá-los a todos os interessados em desempenho e perspectivas de uma empresa; sejam eles os credores, os investidores, os fornecedores, os clientes, o corpo de funcionários, os vizinhos da empresa, o Governo e quaisquer outros legítimos interessados.

Atentas a esse movimento de *disclosure* de informações financeiras e não financeiras e, buscando dar respostas ao público investidor, diversas empresas de consultoria, nas áreas financeiras e de responsabilidade social, procuram desenvolver metodologias que organizam e avaliam as informações divulgadas pelas empresas em seus relatórios de sustentabilidade. Muitas delas, como *Thomson Reuters*, *Bloomberg*, *SustainAbility* e outras, criaram índices de avaliação dessas informações, gerando “*scores*” e “*rankings*” das empresas, que são avaliadas em diversos aspectos de fatores ESG.

Ao longo do tempo, em função da propagação dessas medidas de *disclosure* e avaliação das práticas em ESG, facilitou-se o desenvolvimento de um novo debate na área de RSE: como medir o desempenho social-empresarial, ou em inglês, “*Corporate Social Performance*” (CSP).

2.6 Corporate Social Performance (CSP)

Com o aumento gradual da consciência sobre a necessidade da proteção ambiental e responsabilidade social, saber se os investimentos em RSE resultam em uma vantagem competitiva

para a empresa tornou-se uma questão instigante tanto para o meio acadêmico como para os executivos (ORSATO, 2009).

Para isso, naturalmente surgem tentativas de criação de métodos de mensuração dos benefícios e impactos resultantes das práticas de RSE. Podemos afirmar que esse tema é preocupação do conceito de CSP, que neste trabalho traduzimos como Desempenho Social-Empresarial-DSE.

DSE é um construto complexo e multidimensional que tem sido exaustivamente pesquisado desde a década de 1970 (CARROLL, 1979; GRAVES; WADDOCK, 1994; MARGOLIS; ELFENBEIN; WALSH, 2009; ROWLEY; BERMAN, 2000). DSE é caracterizado, em parte, com o objetivo de mensurar o comportamento socialmente responsável das empresas (MICHAEL, 2015).

Existem muitas maneiras de medir o desempenho, e os chamados *keyperformance indicators* (KPI) são os mais comuns (RAHDARI; ROSTAMY, 2015). Trata-se de ferramentas de gestão para a mensuração e do nível de desempenho e sucesso de uma organização ou de um determinado processo. Esses indicadores podem ser, por exemplo, produtividade, ociosidade, *lead time*, *market share*, giro do estoque etc.

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

Ao verificar a relação entre desempenho financeiro e DSE (ou mais comum em inglês, CFP/CSP), a contrariedade de opiniões é grande. Essa relação tem sido exaustivamente estudada nos últimos anos e muitas dessas pesquisas têm sido motivadas para evidenciar experiências dos negócios empresariais no tema DSE (ULLMANN, 1985; MCGUIRE; SUNDGREN; SCHNEEWEIS, 1988).

Muitos desses estudos encontraram relação positiva enquanto outros não encontraram relação significativa ou até mesmo evidências inconclusivas (GRIFFIN; MAHON, 1997; ORLITZKY; SCHMIDT; RYNES, 2003; MARGOLIS *et al.*, 2009).

Davenport (2000) argumenta que a literatura de CSP produz resultados díspares porque as pesquisas não utilizam variáveis e predições adequadas para o *framework* de CSP. Os resultados

contraditórios também ocorrem devido aos modelos de especificação inadequados, com diferença na forma de conceitualização dos desempenhos sociais e financeiros e no uso de diferentes metodologias (DAVENPORT, 2000).

Um dos *frameworks* pelo qual o desempenho financeiro e não financeiro das empresas são avaliados é por meio dos *ratings*. Os sistemas de classificação por *ratings* geralmente são estruturados e desenvolvidos para mensurações automatizadas do padrão de desempenho da empresa, permitindo a comparabilidade com empresas do setor (STREZOV; EVANS; EVANS, 2013; VILLARD; LELAH; BRISSAUD, 2015).

O Quadro 5 apresenta uma compilação dos principais trabalhos que investigaram a relação CSP/CFP. Nesse quadro demonstramos somente os trabalhos de meta-análise.

Segundo Roscoe e Jenkins (2005), a meta-análise consiste em colocar diferentes estudos juntos em um mesmo banco de dados e utilizar metodologias analíticas e estatísticas para explicar a variância dos resultados, utilizando fatores comuns aos estudos. Ou seja, é um procedimento metodológico que sintetiza uma determinada quantidade de conclusões num campo de pesquisa específico. Uma de suas vantagens é elevar a objetividade das revisões de literatura, minimizando possíveis vieses e aumentando a quantidade de estudos analisados.

Ano	Autor(es)	Quantidade de estudos	Resultados obtidos
1997	Griffin e Mahon	62 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • 33 artigos com relação positiva entre CSP-CFP • 20 artigos com relação negativa • 9 artigos com resultados sem efeitos ou inconclusivos
1999	Roman, Hayibor e Agle	52 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • 33 artigos com relação positiva entre CSP-CFP • 5 artigos com relação negativa • 14 artigos com resultados sem efeitos ou inconclusivos
2003	Orlitzky, Schmidt e Rynes	52 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • Há associação positiva entre CSP-CFP
2003	Margolis e Walsh	127 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • 54 artigos com relação positiva entre CFP-CSP • 20 artigos sem relação entre CFP-CSP • 7 artigos com relação negativa entre CFP-CSP • 28 artigos sem relação significativa
2006	Wu	121 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • Há associação positiva entre CSP-CFP
2008	Beurden e Gossling	34 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • 23 artigos com relação positiva entre CSP-CFP • 2 artigos com relação negativa • 9 artigos sem relação significativa

2009	Peloza	159 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • 100 artigos com relação positiva entre CSP-CFP • 24 artigos com relação negativa • 35 artigos com resultados sem efeitos ou inconclusivos
2009	Margolis, Elfenbein e Walsh	251 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • Há associação positiva entre CSP-CFP
2014	Endrikat, Guenther e Hoppe	149 artigos	<ul style="list-style-type: none"> • Há associação positiva entre CSP-CFP

Quadro 5 - Estudos com meta-análise do desempenho CSP/CFP

Fonte: elaboração própria

Nos nove estudos de meta-análise apresentados no Quadro 5, é notável observar que todos apresentam resultados indicando que mais da metade dos artigos incluídos nas pesquisas demonstraram que há associação positiva entre CSP-CFP.

De fato, um dos primeiros artigos que examinou a relação CSP-CFP, foi publicado em 1972 por Bragdon e Marlin (1972), e que já encontraram essa relação como sendo positiva. Desde então, os pontos de vista contraditórios encontrados nas pesquisas acadêmicas acerca da questão CFP/CSP se mantiveram (LIN; CHANG; DANG, 2015).

Os economistas neoclássicos consideravam que o excesso de investimento em atividades socioambientais reduziria as oportunidades de exploração dos recursos para maximizar os lucros (FRIEDMAN, 1970). Para eles, o engajamento em atividades de RSE aumenta os custos, gera conflitos de interesses entre as partes interessadas (BARNETT, 2007) e, com isso, induz a desvantagens competitivas, prejudicando o desempenho da empresa.

Em contrapartida, com base na teoria dos *stakeholders*, o investimento em atividades de RSE pode melhorar as relações entre as empresas e seus *stakeholders* (SHEN; CHANG, 2009).

Além disso, com base na RBV (BARNEY, 1991), os recursos da empresa são valiosos, raros, não imitáveis e não substituíveis, possibilitando que a empresa os dedique para vários fins. Se esses recursos forem alocados para atividades de RSE, tais atividades podem melhorar a imagem da marca e a reputação das empresas (RUF; MURALIDHAR; BROWN; JANNEY; PAUL, 2001), aumentar o seu apelo aos trabalhadores (GREENING; TURBAN, 2000), a confiança dos clientes (BROWN; DACIN, 1997) e, conseqüentemente, o desempenho financeiro da empresa (MARGOLIS *et al.*, 2009; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001).

Relação causal CFP/CSP

Outra questão ainda aberta e muito debatida nas pesquisas acadêmicas refere-se à relação causal entre desempenho financeiro e DSE. De acordo com Surroca, Tribó e Waddock (2010), são três as possibilidades dessa relação, conforme Figura 4.

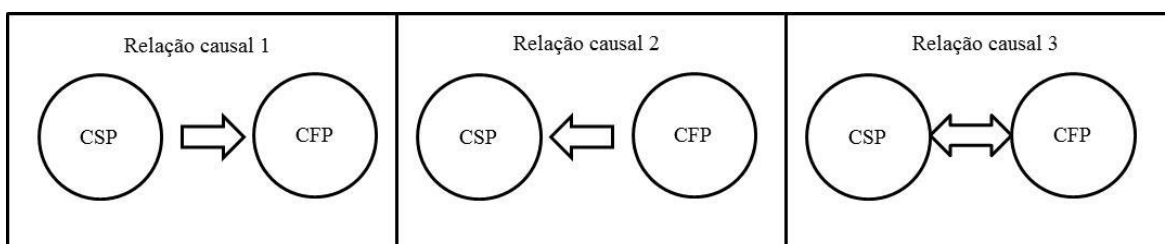


Figura 4 - Possibilidades da relação causal CSP/CFP

Fonte: elaboração própria

A primeira ilustração mostra que o desempenho social empresarial (CSP) impacta o desempenho financeiro (CFP), indicando que o CSP é uma causa do desempenho financeiro. Esse impacto pode ser positivo ou negativo, conforme Figura 5.

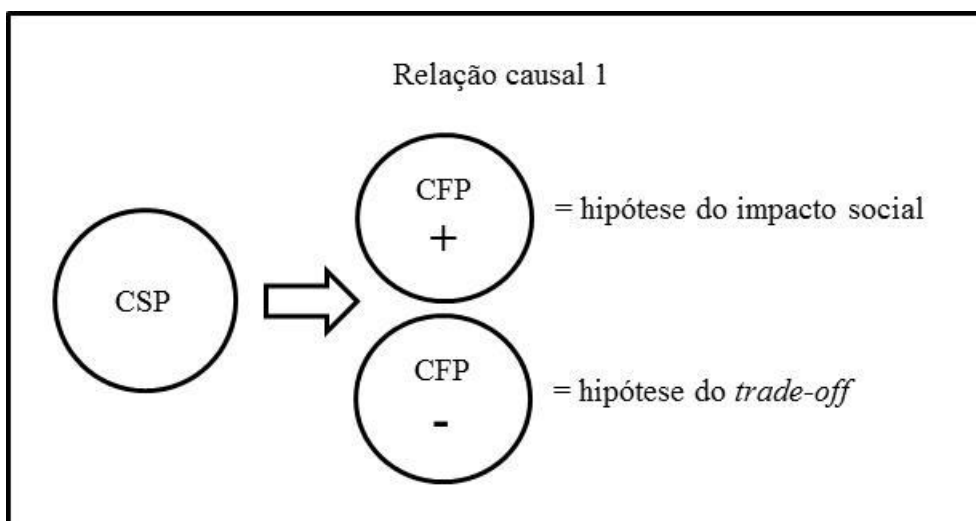


Figura 5 - Relação causal, positiva e negativa, da CSP para a CFP

Fonte: elaboração própria

No caso dessa relação ser negativa, ela é conhecida como “hipótese do *trade-off*” (PRESTO; O'BANNON, 1997) e segue a visão clássica de Friedman (1970). Sob essa visão, a relação negativa

é resultante do desvio de recursos que inicialmente são pertencentes aos acionistas da empresa para ações e práticas socioambientais.

Essas iniciativas socioambientais são consideradas uma espécie de imposto para legitimar as operações da empresa (FRIEDMAN, 1970; MARGOLIS; WALSH, 2003; SUNDARAM; INKPEN, 2004). Isso ocorre porque os programas desta natureza podem restringir o capital e a disponibilidade de outros recursos da empresa, colocando-a em relativa desvantagem comparativamente às empresas menos ativas socialmente (PRESTON; O'BANNON, 1997). Consequentemente, os programas de RSE seriam despesas que reduzem o resultado e o desempenho financeiro da empresa (SALZMAN; IONESCU-SOMERS; STEGER, 2005).

No caso em que a relação CSP/CFP gera impacto positivo, Cornell e Shapiro (1987), Preston e O'Bannon (1997) nomeiam este cenário como a "hipótese do impacto social". O principal argumento é que as empresas com programas de RSE têm efeitos positivos internos, pois elas agregam melhores recursos, capacidades e competências que melhoram a eficiência organizacional e também uma reputação positiva externa, permitindo melhores relações com as partes interessadas (ORLITZKY *et al.*, 2003; WADDOCK; GRAVES, 1997; CAI; JO; PAN, 2012).

A premissa é que uma gestão socialmente consciente e atuante terá também habilidades necessárias para elevar o nível tradicional do desempenho financeiro das empresas, tornando assim um investimento atrativo (ALEXANDER; BUCHHOLZ, 1978).

Na identificação das múltiplas fontes de valor gerado para as empresas, Malik (2015) reúne evidências que sugerem que a RSE melhora a produtividade dos funcionários, aumenta a receita de vendas, cria uma boa imagem corporativa entre fornecedores e comunidade, reduz o custo do capital e o risco, permite um tratamento favorável pelos agentes reguladores e reduz chances de penalidades e multas (MALIK, 2015). Todos esses efeitos permitem a maximização da lucratividade e, consequentemente, conduzem à melhoria no desempenho financeiro. Há aqui uma relação causal CSP/CFP positiva.

A Figura 6 mostra uma relação inversa, isto é, o desempenho financeiro gera consequências, positivas ou negativas, no CSP. Também conhecida como "hipótese da disponibilidade de recursos" (*slack resources*, em inglês), Waddock e Graves (1997) resumem essa ideia afirmando

que um melhor desempenho financeiro potencialmente gera maior disponibilidade de recursos, financeiros e outros, que proporcionam às empresas a oportunidade de investir em RSE. Dito de outra forma, apenas as empresas com sobras de caixa são capazes de suportar os custos de praticar a RSE.

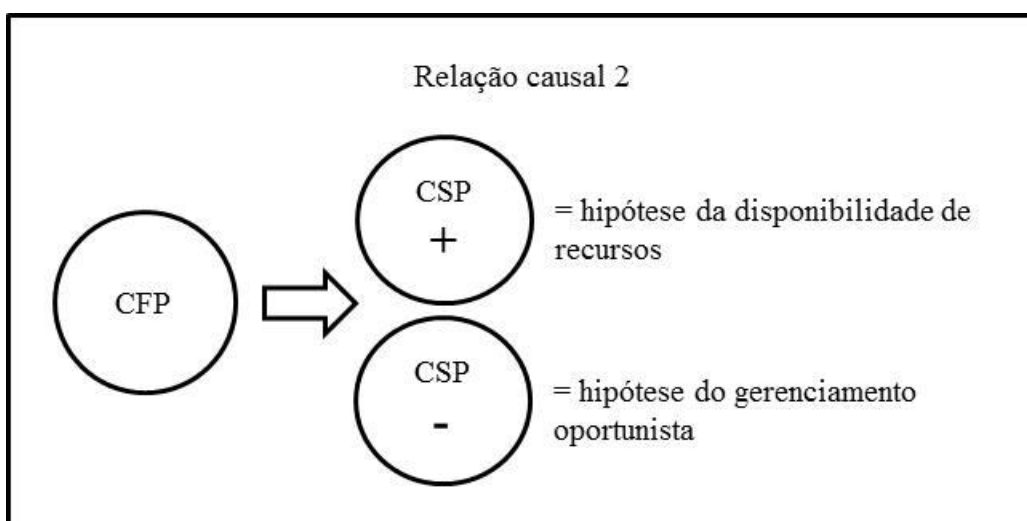


Figura 6 - Relação causal, positiva e negativa, da CFP para CSP

Fonte: elaboração própria

Entretanto, há uma premissa clássica de que os executivos priorizam outros interesses, em vez das práticas de RSE como, por exemplo, seus próprios interesses no incremento de suas remunerações no curto prazo, e por essa razão, quando a empresa obtém um satisfatório desempenho financeiro, os gerentes tendem a desviar esse excedente por meio da redução de gastos e investimentos em práticas de RSE, levando vantagem pela oportunidade de aumentar seus próprios rendimentos (PRESTON; O'BANNON, 1997).

Por esse motivo, esse comportamento dos executivos em busca de metas de aumento dos resultados (SCHARFSTEIN; STEIN 2000) é conhecido como a "hipótese do gerenciamento oportunista" (PRESTON; O'BANNON, 1997; SALZMANN *et al.*, 2005). Assim, quanto maior o desempenho financeiro da empresa, os executivos ficam mais predispostos a reduzir atividades de RSE de forma a alocar o excedente dos recursos para fins próprios, como o aumento nas suas remunerações.

Esse comportamento é verificado mais facilmente com os executivos de empresas em mercados emergentes, devido à fragilidade institucional presente nesses países, como será analisado na seção seguinte.

A Figura 7 trata da relação neutra entre o desempenho socioambiental e o desempenho financeiro. Nessa situação, a relação entre CSP e desempenho financeiro é sinérgica e recursiva. Essencialmente, isso significa que a direção da causalidade é irrelevante porque o sucesso financeiro das empresas pode propiciar mais investimentos em questões sociais, mas a CSP também as ajuda financeiramente a tornarem-se bem-sucedidas (SURROCA *et al.*, 2010).

Assim, não importa o ponto de origem: as iniciativas de RSE podem levar ao desempenho financeiro ou vice-versa. E há, ainda, uma quarta crença que é sustentada por alguns acadêmicos de que não há relação causal entre esses desempenhos (AUPPERLE; CARROLL; HATFIELD, 1985; SURROCA *et al.*, 2010).

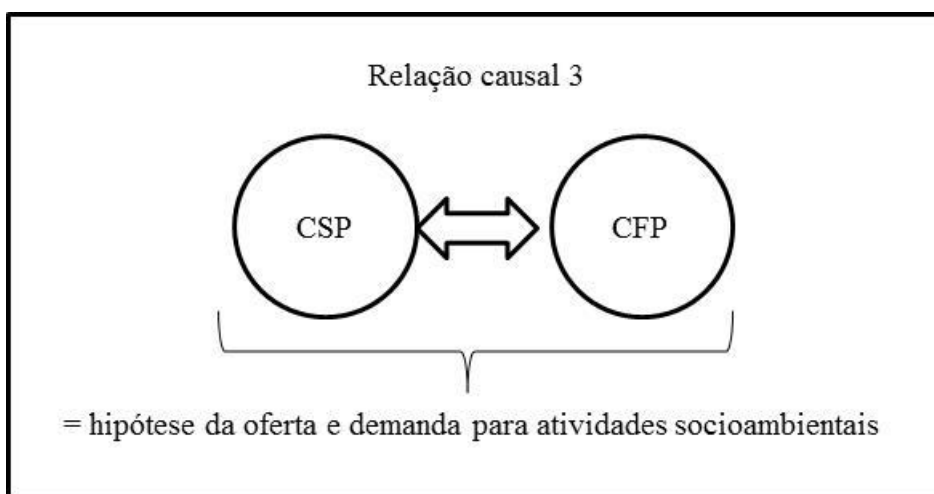


Figura 7 - Relação causal neutra entre CSP e CFP

Fonte: elaboração própria

McWilliams e Siegel (2001) desenvolveram a base conceitual para essa relação neutra, ao propor a “hipótese da oferta e demanda para atividades socioambientais”. Esses autores estabelecem a existência de uma demanda elevada por CSP provocada pelas partes interessadas (consumidores, funcionários, comunidade etc.) e consequentemente as empresas atendem essa demanda, como por exemplo, sob a forma de uma excelente gestão de recursos humanos ou na redução de impactos de suas operações sobre as partes interessadas (MCWILLIAMS; SIEGEL, 2001).

Mesmo que algum efeito positivo internamente ou externamente possa existir como verificado na meta-análise de Orlitzky *et al.* (2003), estas consequências podem não compensar os custos de uma CSP positiva. Assim, os retornos financeiros nem aumentam e nem diminuem, mas mantêm-se mais ou menos o mesmo do que era antes (MALIK, 2015).

Na mesma direção, McWilliams e Siegel (2001) estabelecem que o fator para o resultado da CSP é uma decisão como qualquer outra, isto é, depende da análise de custo-benefício para o futuro da empresa e das demandas dos *stakeholders* e não necessariamente pela disponibilidade de recursos.

O Quadro 6 resume as diferentes abordagens quando analisadas o sentido bidirecional da relação CSP e CFP.

Relação causal	Relação Positiva	Relação Negativa	Relação Neutra
CSP → CFP	Hipótese do impacto social	Hipótese do <i>trade-off</i>	
CFP → CSP	Hipótese de disponibilidade de recursos	Hipótese do oportunismo gerencial	
CSP ↔ CFP			Hipótese da oferta e demanda

Quadro 6 – Síntese das relações causais entre CSP e CFP

Fonte: elaboração própria

Conclui-se, pela revisão de literatura de CSP (CARROLL, 1999; COCHRAN; WOOD, 1984; CLARKSON; LI; RICHARDSON; VASVARI, 2011; DAVENPORT, 2000; HUSTED, 2000; BAKKER; GROENEWEGEN; HOND, 2005), que a validade do construto CSP é ainda contestada, o que prova ser um dos construtos mais difíceis de mensuração nas pesquisas da área da administração.

2.6.1 CSP nos países desenvolvidos e nos países emergentes

Os estudos de meta-análise relacionados no Quadro 5 da seção anterior, assim como a maioria dos estudos que examinam a relação CSP-CFP, nos últimos 40 anos, concentram-se em empresas com sede em países de mercados desenvolvidos (RAHDARI, 2016).

A maioria dos estudos apresentados no Quadro 5 indica resultado positivo na relação CSP-CFP. Entretanto, outros estudos que utilizam somente empresas de países emergentes na amostra de pesquisa indicam que tal resultado não é, necessariamente, válido para esses países (ALLOUCHE, LAROCHE 2005; RETTAB; BRIK; MELLAHI, 2009; ARAS; AYBARS; KUTLU, 2010; LU; CHAU; WANG; PAN, 2014; CHETTY; NAIDOO; SEETHARAM, 2015; MARTÍNEZ-FERRERO; FRÍAS-ACEITUNO, 2013).

Na revisão da literatura de RSE, identifica-se uma área emergente de pesquisa que postula a Hipótese da Diferença Institucional, *Institutional Difference Hypothesis* (IDH) em inglês (AMAESHI; ADI; OGBECHIE; AMAO, 2006; CAMPBELL, 2006; CHEN; PATTEN; ROBERTS, 2008; DOH; HOWTON; HOWTON; SIEGEL, 2010; MATTEN; MOON, 2008). A IDH utiliza a teoria institucional como sua base teórica primária (DIMAGGIO; POWELL, 1991; MEYER; ROWAN, 1977) e fundamenta que as diferenças institucionais entre economias desenvolvidas e emergentes têm efeitos importantes sobre a tomada de decisão estratégica nas organizações (HOSKISSON; EDEN; LAU; WRIGHT, 2000; MAKHIJA, 2003).

Estudos usando a IDH sugerem que opiniões e decisões estratégicas sobre a RSE podem variar de acordo com o nível de desenvolvimento econômico e institucional (AMAESHI *et al.*, 2006; MATTEN; MOON, 2008; ROBERTSON, 2009) que a empresa está inserida.

Choi, Kwak e Choe (2010) pesquisaram a relação entre CSR e CFP na Coreia do Sul, durante 2002 e 2008. Eles encontraram uma relação positiva e significativa nessa relação. Kapoor e Shandhu (2010) investigaram o impacto da CSR na CFP em 93 companhias da Índia e também encontraram relação positiva significativa. Por outro lado, Tyagi e Sharma (2013) examinaram a relação entre CSP e CFP com 297 empresas da Índia, no período de 2005 a 2011. Os resultados indicaram uma relação neutra e até moderadamente negativa. E Rodrigo *et al.* (2016) utilizaram como amostra, empresas de seis países da América Latina e encontraram uma relação negativa e não significativa entre CSP e CFP.

Em um levantamento de estudos feitos somente com empresas brasileiras, Orsato *et al.* (2015) verificaram que não há associação significativa entre a empresa pertencer ao ISE, da bolsa de valores, e CFP.

A evolução da RSE nestas economias em desenvolvimento mostra resultados muito variados. Chambers, Chapple, Moon e Sullivan (2003) avaliam a extensão da penetração da RSE em sete países asiáticos (Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Coreia do Sul e Tailândia) e entendem que a RSE em economias emergentes ainda está em uma fase embrionária e que mecanismos adequados não existem para garantir que as empresas pratiquem a RSE, além da perspectiva de caridade.

Para Halme, Roome e Dobers (2009), há muitos obstáculos à realização da RSE em muitos países em desenvolvimento, pois as instituições, as normas e o sistema de incentivos da RSE são relativamente fracos, comparados aos existentes na América do Norte e na Europa.

Mesmo entre os países desenvolvidos há uma diferença na perspectiva da RSE. Matten e Moon (2008) argumentam que a RSE no estilo norte-americano é caracterizada por uma menor regulamentação e um maior incentivo para a prática voluntária pelas empresas, enquanto que nos países europeus as obrigações sociais são consideradas como pertencentes ao âmbito do governo. Essa diferença na forma de RSE é explicada pelo *National Business System* (NBS).

Jamali e Karan (2016) explicam que, em termos gerais, o sistema NBS é caracterizado por configurações institucionais distintas, que são correlacionadas com o desempenho econômico nacional, incluindo o tipo e o funcionamento dos sistemas financeiros e de controle, o papel do Estado, o nível e o tipo de desenvolvimento econômico e a relação de confiança e autoridade.

Kang e Moon (2012) classificam os sistemas de governança corporativa de países desenvolvidos em três contextos capitalistas diferentes para explicar como a RSE é impactada nesses países. Para eles a RSE é mais competitiva e mais instrumental nas economias de mercado liberais (por exemplo, EUA e Reino Unido), uma vez que o sistema nacional de governança desses países enfatiza a criação de valor para os acionistas.

Em economias de mercado coordenado (por exemplo, Alemanha e Japão), a RSE tende a ser mais coerente, dado o sistema nacional de governança com foco na criação de valor para os *stakeholders*, prevalecendo uma colaboração solidária pelos esforços de trabalhadores, sindicatos e acionistas.

Nas economias de mercado lideradas pelo Estado (como a Coreia do Sul), a RSE tende a ser mais desenvolvida, devido ao sistema de governança nacional orientado para a criação de valor por meio da forte influência do Estado.

As melhorias nas práticas de RSE são relativamente comuns nos países desenvolvidos porque podem gerar redução de custos, com o uso mais eficiente dos recursos, particularmente a energia, ou criar novos produtos e novos mercados.

No entanto, para Vogel (2005), isso não ocorre nas empresas de países em desenvolvimento, embora muitas vezes rotulados de RSE, suas práticas socioambientais geralmente aumentam os custos e raramente criam mercados adicionais, ou seja, podem representar práticas comerciais normais, em vez de novas iniciativas em RSE.

Embora reconhecendo diferenças importantes nos países em desenvolvimento, Jamali e Karan (2016) apontam que muitos destes países têm semelhanças em questões relativas à instabilidade econômica e política, mudanças ou falhas estruturais dos Estados, elevado nível de corrupção, fraquezas no cumprimento das regulações e fragilidade das instituições financeiras, complicações em questões de governança e do voto em pleitos eleitorais.

Essas estruturas enfraquecidas representam vácuos institucionais ou falta de estruturas de governança adequadas que facilitarão as relações e operações comerciais, que, por sua vez, acabam gerando espaço para “uma responsabilidade livre” ou “uma moralidade livre” (DONALDSON; DUNFEE, 1994).

Para Vogel (2005), outro fator diferencial entre os países desenvolvidos e emergentes é que uma quantidade desproporcional das pressões de ONGs e das iniciativas voluntárias empresariais tem-se concentrado na melhoria das práticas socioambientais das empresas nos países desenvolvidos. E as práticas de RSE nos países em desenvolvimento tendem a ter padrões de desempenho mais difusos e divulgação mais fracas do DSE. Além disso, nesses países também são mais difíceis o monitoramento pelos órgãos governamentais.

Basta verificar as consequências do desastre ocorrido em novembro de 2016, no Brasil, causado pela empresa Samarco, pertencente às mineradoras Vale, de capital brasileiro, e BHP Billiton, de capital britânico (KIERNAN, 2016) que resultou na morte de 19 pessoas. Falhas dos órgãos

ambientais no monitoramento das contenções da represa de dejetos de minérios, além da falsa crença nas informações divulgadas em seu relatório de sustentabilidade, foram decisivos por não evitar a tragédia ocorrida.

2.6.2 CSP nos setores polêmicos

Outra diferença também nas análises da RSE de empresas de países desenvolvidos e de países de economia emergente é em relação aos setores de atividades econômicas dessas empresas.

Os setores definidos na literatura como controversos (CAI *et al.*, 2012), caracterizados por tabus sociais, debates morais e pressões políticas, incluem indústrias como tabaco, jogos de azar, álcool e entretenimento para adultos. Na literatura acadêmica, são chamados, em inglês, de “*sinful*” (HONG; KACPERCZYK, 2009; JO; NA, 2012).

Outros pesquisadores propõem adicionalmente outros setores considerados sensíveis (“*sensitive*” em inglês), cujo impacto socioambiental é relevante, como as indústrias de energia, incluindo petróleo e gás, e de produtos químicos, papel e celulose, mineração e siderurgia (RICHARDSON; WELKER, 2001; LEE; FAFF, 2009; KILIAN; HENNIGS, 2014).

Objetivamente, setores que podem ser considerados controversos e sensíveis em países emergentes, devido o seu impacto e dano ambiental e/ou social geralmente pertencem às indústrias extrativistas, como mineração, óleo e gás e papel e celulose. Isto cria um paradoxo: de um lado, as empresas desses setores geram fortes impactos como poluição, esgotamento de recursos naturais e deslocamento de comunidades inteiras, mas por outro lado, além de representar parte fundamental da economia daquele país, elas muitas vezes são reconhecidas pela grande contribuição gerada à população, por meio das iniciativas de RSE, suprindo necessidades do bem-estar que deveriam ser providas pelas esferas governamentais, como construção de creches e até unidades de atendimento hospitalar (HILSON, 2012).

Essa situação é facilmente encontrada nos países de economia emergente porque os governos desses países não tem capacidade para, de forma consistente, prover necessidades de infraestrutura,

saúde, educação dentre outros, em função da fragilidade institucional que assolam esses países (DOBERS; HALME, 2009).

Com isso, se as iniciativas de RSE comprometerem os resultados financeiros e, como consequência, as empresas de setores controversos e sensíveis começarem a cortar essas iniciativas, milhares de pessoas podem eventualmente ficar desprovidas de benefícios fornecidos pelo setor privado. Mas se as empresas desses setores entenderem que essas iniciativas valem a pena do ponto de vista financeiro, então haverá uma motivação para as empresas mantê-las.

Waller, Fam e Zafer-Erdogan (2005) afirmam que empresas e produtos de setores controversos e sensíveis de países emergentes não são necessariamente assim considerados em países anglo-saxônicos e vice versa. Na América Latina, os problemas gerados pelas empresas desses setores têm sido alvo de constantes protestos, afrontamento e descontentamento social (RODRIGO *et al.*, 2016).

As indústrias extrativistas de energia, mineração e de papel e celulose nesses países têm sido amplamente questionadas devido à geração massiva de poluição do ar e das águas e ao grande montante de resíduos sólidos e líquidos gerados.

O setor químico também é outro já tradicionalmente preocupante devido à geração de gases de efeito estufa e de resíduos de lixo tóxico. E até o setor agrícola também tem sido alvo de questionamentos de suas atividades devido à degradação do solo e da água, ao desmatamento de florestas e à necessidade de deslocamento de comunidades afetadas (HILSON, 2012).

Embora causem impactos negativos para a sociedade e ao meio ambiente, as empresas desses setores acabam sendo essenciais para o crescimento econômico desses países (HILSON, 2012).

Uma substancial parcela do PIB-Produto Interno Bruto desses países é baseada na exploração de recursos naturais, e por conseguinte, eles sofrem do chamado paradoxo da abundância (ACKANBAIDOO, 2012): devido a vantagem de possuir uma vasta reserva de recursos naturais, países nesse contexto sofrem de um vagaroso crescimento e baixo desenvolvimento econômico e alta corrupção na sociedade (VAN DER PLOEG, 2011).

2.7 Hipóteses de Pesquisa

Com base no referencial teórico, identificamos que a pressão pelo desenvolvimento de estratégias empresariais que preconizam a adoção de práticas em ESG tem conduzido algumas organizações a se filiarem a clubes verdes, aderindo a um processo de institucionalização de práticas socioambientais proativas (DELMAS; MONTIEL, 2008; POTOSKI; PRAKASH, 2013; DeLEON *et al.*, 2010). Portanto, a construção das hipóteses a seguir teve como base o estudo das teorias aqui abordadas e os resultados empíricos das pesquisas na área de DSE.

Relação entre Desempenho ESG e Financeiro

A maioria dos estudos mostra que a relação CSP e CFP é positiva e significativa, conforme demonstrado no Quadro 5 da seção anterior. A variável dependente mais utilizada no modelo econométrico desses estudos é o desempenho financeiro. Ou seja, os estudos procuram investigar se o desempenho ESG, variável explicativa, exerce influência no desempenho financeiro, variável preditora. Baseada na “hipótese do impacto social”, a premissa é que uma gestão socialmente atuante impacta positivamente no desempenho financeiro, pois investimentos socioambientais tendem a melhorar a produtividade, aumentando o resultado e reduzindo o custo de capital e risco (MALIK, 2015).

Já a relação inversa, isto é, a influência do desempenho financeiro, a variável explicativa, no desempenho ESG, a variável preditora, é menos investigada na literatura (MARGOLIS *et al.*, 2009; JULIAN; OFORI-DANKWA, 2013; LU *et al.*, 2014). Identificada na literatura como “hipótese da disponibilidade de recursos” (WADDOCK; GRAVES, 1997; SURROCA *et al.*, 2010), preconiza que, em síntese, um melhor desempenho financeiro justifica maior disponibilidade de recursos para investir em RSE

Sendo assim, a primeira hipótese investigada é:

H1a: O desempenho financeiro da empresa exerce influência no seu desempenho ESG.

A segunda hipótese parte do modelo utilizado pela maioria dos estudos na área de RSE (Waddock; Graves, 1997; Surroca *et al.*, 2010), utilizando como variável dependente o desempenho financeiro:

H1b: O desempenho ESG da empresa influencia no seu desempenho financeiro.

Diferenças contextuais no desempenho ESG

Porém, considerando as diferenças institucionais entre países de economia desenvolvida e os de economia emergentes, é de se esperar que o desempenho ESG, nesses últimos, além de inferior, não mantém relação significativa com o desempenho financeiro. São poucos os trabalhos que investigaram essa relação nos países emergentes (ARAS *et al.*, 2010; CRISÓSTOMO; FREIRE; VASCONCELLOS, 2011). Por essa razão, a terceira hipótese investiga:

H2a: O desempenho financeiro das empresas de países emergentes não influencia o desempenho ESG dessas empresas.

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

H2b: O desempenho ESG das empresas de países emergentes não influencia o desempenho financeiro dessas empresas.

Já considerando apenas os países de economia desenvolvida, é esperada a relação positiva em ambas as direções, conforme já verificado em vários estudos (ORLITZKY *et al.*, 2003; ALLOUCHE; LAROCHE, 2005).

Para tanto, a quinta e sexta hipóteses investigadas são:

H2c: O desempenho financeiro das empresas de países de economia desenvolvida apresenta relação positiva no desempenho ESG dessas empresas.

H2d: O desempenho ESG das empresas de países de economia desenvolvida influencia positivamente o desempenho financeiro dessas empresas.

Participação em clubes verdes

Como um sistema institucionalizado, os clubes socioambientais podem usufruir de um certo nível positivo de credibilidade, além de gerar um maior valor reputacional para as empresas que deles participam, devido a exposição gerada pela marca do clube (MOON; DeLEON, 2007).

Empresas que estão listadas nos índices de sustentabilidade de bolsas de valores, aqui consideradas como um clube verde, obviamente, possuem alto desempenho em ESG, uma vez que, para participar do processo de inclusão nesses índices de bolsa, provavelmente o desempenho em ESG foi o principal fator de decisão para a inclusão no índice. Sendo assim, a sétima hipótese de pesquisa investiga:

H3: Empresas listadas nos índices de sustentabilidade de bolsas de valores apresentam melhor desempenho ESG, relativamente àquelas que não participam do índice.

A credibilidade e o valor reputacional gerados pelo fato de a empresa estar listada nesse índice podem atrair um maior consumo de seus produtos, e consequentemente melhores resultados financeiros e maior atração de investidores. Considerando as diferenças institucionais entre países desenvolvidos e emergentes, a oitava e a nona hipótese investigam:

H3a: Empresas pertencentes aos índices de sustentabilidade de bolsas de valores de países desenvolvidos apresentam melhor desempenho financeiro, relativamente àquelas que não participam.

H3b: Empresas pertencentes aos índices de sustentabilidade de bolsas de valores de países emergentes apresentam melhor desempenho financeiro, relativamente àquelas que não participam.

Setores polêmicos

Uma das principais questões encontrada na literatura em RSE refere-se ao fato de como é possível que as empresas com atividades em setores polêmicos, muitas vezes marcados por tabus sociais e

debates morais, atuem de forma socialmente responsável e se uma empresa pode ser socialmente responsável ao produzir produtos prejudiciais à sociedade ou ao indivíduo.

Para manter a legitimidade de suas operações, empresas que exploram atividades econômicas consideradas, na literatura, como polêmicas, controversas ou sensíveis, necessitam de maiores esforços e investimentos em ESG, visando até mesmo minimizar os impactos de suas atividades para a sociedade e ao meio ambiente (LINDORFF; PRIOR JONSON; MCGUIRE, 2012; PATTEN, 2002; BRAMMER; PAVELIN, 2008).

Com base na literatura, é de se esperar que empresas que atuam nos setores polêmicos têm melhor desempenho em ESG, conforme a décima e última hipótese dessa pesquisa:

H4: Empresas de setores polêmicos têm melhor desempenho ESG comparadas às demais empresas dos outros setores.

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

No Quadro 7 resumimos as dez hipóteses de pesquisa investigadas nesse trabalho.

Ordem	Hipótese Número	Descrição da hipótese
1	H1a	Desempenho financeiro exerce influência no desempenho ESG
2	H1b	Desempenho ESG exerce influência no desempenho financeiro
3	H2a	Desempenho financeiro de empresas de países emergentes não influencia o desempenho ESG dessas empresas
4	H2b	Desempenho ESG de empresas de países emergentes não influencia o desempenho financeiro dessas empresas
5	H2c	Desempenho financeiro de empresas de países desenvolvidos influencia o desempenho ESG dessas empresas
6	H2d	Desempenho ESG de empresas de países desenvolvidos influencia o desempenho financeiro dessas empresas

7	H3	Empresas listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores tem melhor desempenho ESG do que as demais que não são listadas nesses índices
8	H3a	Empresas de países desenvolvidos que são listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores tem melhor desempenho financeiro do que as demais que não são listadas nesses índices
9	H3b	Empresas de países emergentes que são listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores tem melhor desempenho financeiro do que as demais que não são listadas nesses índices
10	H4	Empresas pertencentes a setores considerados polêmicos possuem melhor desempenho ESG

Quadro 7 – Síntese das hipóteses de pesquisa

Fonte: elaboração própria

3. METODOLOGIA

Neste capítulo são descritos a amostra, as variáveis utilizadas e os procedimentos metodológicos realizados para o alcance do objetivo da pesquisa.

3.1 Amostra

O critério para a amostra utilizada neste trabalho compreende empresas, cujos países a que pertencem foram os primeiros a criar índices de sustentabilidade nas bolsas de valores. Sendo assim, os quatro primeiros índices de sustentabilidade criados foram:

- *DJSI-Dow Jones Sustainability Index*, nos Estados Unidos, criado em 1999;
- *FTSE4Good*, na Bolsa de Londres, com empresas dos países europeus, criado em 2001;
- *SRI-Socially Responsible Index*, na África do Sul, criado em 2004, e;
- ISE-Índice de Sustentabilidade Empresarial, no Brasil, criado em 2005.

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

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

Sendo assim, considerando os quinze países e oito anos de dados, a amostra compreendeu, já com a eliminação de *outsiders*, um total de 2.165 empresas.

Na Tabela 1, é possível visualizar a distribuição das empresas da amostra por país, em que o país mais representativo na amostra são os Estados Unidos (50,7%).

Tabela 1 – Descrição da amostra por país

País	Quantidade
África do Sul	131
Alemanha	88
Bélgica	24
Brasil	85
Dinamarca	22
Espanha	47
Estados Unidos	1.097
França	87
Holanda	38
Itália	46
Luxemburgo	6
Noruega	24
Reino Unido	356
Suécia	46
Suíça	68
Total	2.165

Fonte: elaboração própria

Para melhor visualização, o Gráfico 1 ilustra essa distribuição da amostra por país.

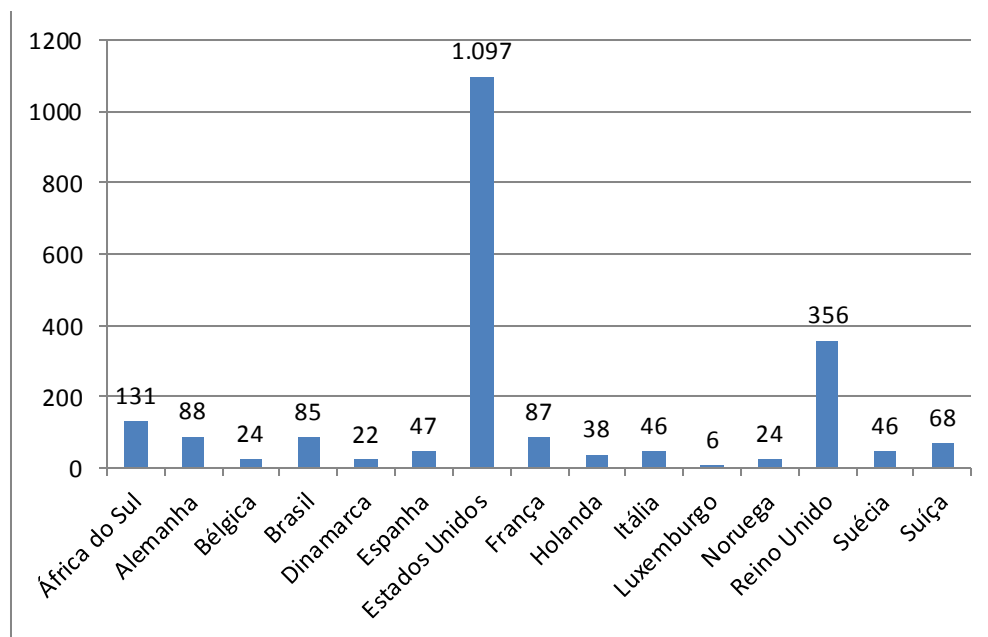


Gráfico 1 – Amostra por país

Fonte: elaboração própria

Já adiantamos aqui, que o fato das empresas dos Estados Unidos compreenderem a metade da amostra, não comprometeu os resultados quando do uso do método de regressão detalhado na seção seguinte.

A Tabela 2 compreende a distribuição da amostra por setor de atividade econômica com base na classificação do IBC-*Industry Classification Benchmark*, administrado pela FTSE-*Financial Times Stock Exchange*, de propriedade da *London Stock Exchange Group*

Tabela 2 – Descrição da amostra por setor

Código do grupo IBC	Quantidade de empresas	Setores de atividade econômica
0	69	Óleo e gás
1	303	Mineração, Metalúrgico, Químico, Papel e Celulose
2	255	Construção, Defesa, Aeroespacial, Eletrônica, Maquinários, Engenharia, Serviços Profissionais e Transporte
3	271	Automobilístico, Têxtil, Alimentos, Bebidas e Tabaco
4	197	Farmacêutico, Equipamentos e serviços de saúde, e Cuidados Pessoais
5	270	Varejo, Lazer e Hotéis, Entretenimento e Mídia
6	50	Telecomunicações
7	124	Elétrico e Distribuição de água e gás
8	455	Bancos, Seguros, Investimentos, <i>Real State</i> e Serviços Financeiros
9	171	Tecnologia da Informação
	2.165	Total

Fonte: elaboração própria

Pela Tabela 2, os setores econômicos mais representativos são o setor financeiro (21%), seguido dos setores de mineração, metalurgia, química e de papel e celulose (14%). Também, já adiantamos aqui que, mesmo extraído da amostra, as empresas dos setores financeiros, uma vez que geram baixo impacto ambiental, não houve diferenças nos resultados encontrados e que, portanto, decidimos mantê-las na amostra.

3.2 Dados e Variáveis

As variáveis dependentes e explicativas utilizadas, representativas dos atributos teóricos, estão fundamentadas em trabalhos realizados por diversos autores citados no capítulo 2.

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

será invertida, ou seja, como variável dependente será utilizada a *proxy* de desempenho financeiro, sendo o desempenho ESG a variável explicativa.

Proxy de desempenho em ESG

Foi utilizada a base de dados denominada ASSET4, organizada pela empresa *Thomson Reuters*. Baseadas em 250 medidas de indicadores de desempenho (*key performance indicators*) e 750 pontos de coleta (*data points*) que fundamentam o banco de dados ASSET4, essas medidas resultam em uma pontuação (*escore*) geral de desempenho em ESG para cada empresa, categorizadas em três pilares: ambiental, social e governança (CHENG *et al.*, 2014).

A Thomson Reuters é uma empresa especializada na prestação de serviços econômicos, fornecendo ferramentas de análise de informações financeiras e não financeiras a investidores que constroem suas carteiras de investimento, podendo integrar os dados ESG aos seus investimentos tradicionais para fins de análise.

Segundo Cheng *et al.* (2014), estima-se que investidores, representando mais de 2,5 trilhões de euros na gestão de ativos, utilizam os dados ASSET4, incluindo destacadas empresas de investimentos, como a BlackRock, uma empresa gestora de investimentos global que fornece orientação a pessoas, instituições e profissionais financeiros.

Após reunir os dados ESG (partindo dos relatórios padronizados e já aceitos em todo o mundo, como os relatórios anuais da companhia e seus relatórios de sustentabilidade), os analistas da Thomson transformam esses *inputs* em dados consistentes para permitir a análise quantitativa dos dados obtidos.

Para os fatores ambientais, os dados tipicamente incluem informações como energia utilizada, tratamento de água, emissões de carbono, reciclagem de resíduos, derramamento de produtos impróprios que gerem poluição, etc.

Para fatores sociais, os dados normalmente incluem rotatividade de empregados, índice de acidentes com e sem afastamentos, horas de treinamento, quantidade de mulheres empregadas, doações e informações de saúde e segurança no trabalho, etc.

Para fatores de governança, são incluídos estrutura do conselho de administração e da diretoria; política de remuneração aos dirigentes e direitos dos acionistas, dentre outros.

Com base nessa estrutura de dados, o Thomson Reuters ASSET4 oferece uma plataforma customizada para estabelecer *benchmarks* (por exemplo, setor, país, etc.) para fins de avaliação do desempenho das empresas nos fatores ESG, que vários pesquisadores acadêmicos têm utilizado em suas pesquisas (CHENG *et al.*, 2014; REES; MACKENZIE, 2011; LAM; JACOB; YEE, 2012).

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

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

Proxy de desempenho financeiro

Uma das razões das dificuldades em avaliar a relação CSP e CFP é definir qual medida de desempenho financeiro estabelece, com robustez, a melhor relação entre essas variáveis.

Os indicadores de desempenho financeiro utilizados em pesquisas anteriores, basicamente, podem ser classificados de duas formas: medidas baseadas nos livros contábeis (em inglês, “*accounting-based measures*”) e medidas baseadas no mercado (“*market-based measures*”).

Indicadores baseados na Contabilidade das empresas são vários, como *return on assets (ROA)*, *return on equity (ROE)*, *earnings per share (EPS)*, *return on sales (ROS)*, dentre outros.

O indicador ROA foi utilizado nessa pesquisa, pois é a medida de desempenho financeiro mais encontrada nas pesquisas em estratégias, como observado na meta-análise de Albertini (2013). É calculado pela divisão do resultado pelo Ativo total. Os dados dessa variável foram obtidos do banco de dados *Datastream*, também de propriedade da empresa *Thomson Reuters*.

Além do indicador ROA, também utilizaremos, como indicador de mercado, o indicador DCF, em inglês “*enterprise discounted cash flow*”, que é umas das formas de “*valuation*” das empresas pelo mercado, ou seja, um cálculo que mostra o real valor da empresa, pela visão de investidores.

Basicamente, a diferença entre essas duas variáveis é que, no caso do ROA, o que se leva em conta é apenas o resultado da empresa, não necessariamente medindo a sua saúde financeira, representada pelos fluxos de caixa. Essa condição, de análise pelos fluxos de caixa é fator decisório pelos investidores do mercado financeiro, uma vez que se leva em conta o potencial de recebimento de recursos na empresa investida em função de fluxos de caixa positivos.

Medidas baseadas no mercado, como o DCF e Q de Tobin, são calculadas com base no valor de mercado da empresa do ponto de vista dos investidores, em um momento específico do tempo. Já, as medidas baseadas nos livros contábeis, como os indicadores ROA, ROE e EPS, são calculadas com base no desempenho derivado dentro de um intervalo de tempo.

McWilliams e Siegel (2001) afirmam que, ao contrário das medidas baseadas no mercado, as medidas baseadas em livros contábeis, como ROA e ROE, podem refletir o processo de tomada de decisão interno de uma empresa e o desempenho dos seus executivos, sendo mais apropriadas na determinação na relação CSP e CFP, tese essa defendida também por Moore (2001) e Cochran e Wood (1984).

Porém, há autores que defendem o contrário, ou seja, são favoráveis às medidas baseadas no mercado. Hillman e Keim (2001) argumentam que as medidas baseadas na contabilidade são menos indicadas do que as medidas baseadas no mercado, pois elas não são capazes de capturar o valor da empresa a longo prazo, focando no desempenho passado das operações, além de estarem sujeita a possibilidade de manipulação de registros e valores pelos executivos da empresa.

Martínez-Ferrero e Frías-Aceituno (2013) acrescentam, ainda, que as medidas baseadas no mercado mostram a confiança dos *stakeholders* da empresa, não só em função do presente, mas do futuro da empresa.

Já Albertini (2013) argumenta que as medidas baseadas em mercado focam somente no desempenho financeiro da empresa, sem levar em consideração as consequências das estratégias de investimentos ambientais. Para Grossman e Hoskisson (1998), os indicadores baseados no mercado estão sujeitos a forças além do controle gerencial da empresa.

Em função das controvérsias de quais indicadores utilizar, executamos o modelo econométrico considerando as duas abordagens: contábil e de mercado.

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

Desempenho financeiro baseado na contabilidade (ROA) =

Return on Assets. Calculado pela divisão do resultado pelo Ativo total. Obtido da base de dados *Datastream*.

$$ROA = \frac{\text{Resultado}}{\text{Ativo total}}$$

Desempenho financeiro baseado no mercado (DCF) =

Enterprise discounted cash flow. É o valor em US\$ baseado na série de recebimentos de caixa que compõem o fluxo dividido pelo custo médio ponderado de capital. Obtido do banco de dados *Datastream*. O valor estimado por este modelo é chamado de *Enterprise value* ou valor das operações.

$$DCF = \frac{\text{Fluxo de Caixa}}{\text{Custo Médio Ponderado de Capital}}$$

Variáveis de controle

Além das variáveis dependentes e explicativas mencionadas, são utilizadas variáveis de controle representativas de atributos específicos das empresas, como Tamanho e Endividamento, variáveis apontadas pela literatura como determinantes na análise do desempenho das empresas:

SIZE – Tamanho (porte) da empresa. É uma prática comum, nos trabalhos acadêmicos, usar o porte da firma com uma variável determinante em pesquisas de ESG. As empresas maiores estão sujeitas a comportamentos mais sustentáveis de práticas de RSE, como visto em Hillman e Keim (2001) e Surroca *et al.* (2010). Calculado usando o logaritmo natural da receita da firma, obtida do banco de dados *Datastream*.

MCAP – *Market Cap* ou *Market Capitalization* refere-se ao valor das ações em circulação da empresa. É calculado pela multiplicação da quantidade de ações da empresa com o preço da ação negociada no mercado de capitais. Também muito utilizada como *proxy* para o tamanho da firma, foi usado o logaritmo natural da capitalização de mercado da firma, valor esse obtido do banco de dados *Datastream*. (DHALIWAL *et al.*, 2011; MENDES-DA-SILVA; ONUSIC, 2014).

LEV – A variável endividamento (“*leverage*” em inglês) pode ter impacto significativo nas decisões da empresa sobre RSE, em razão dos investimentos e dos custos envolvidos nessa área, conforme utilizado por diversos autores (GRAVES; WADDOCK, 1994; MCGUIRE *et al.*, 1988; ARAS *et al.*, 2010; WAHBA, 2008; NELLING; WEBB, 2009). O cálculo usa a dívida sobre o ativo total para controlar o grau de endividamento da empresa. Obtido do banco de dados *Datastream*.

$$Lev = \frac{\text{Dívida total}}{\text{Ativo total}}$$

IND – De acordo com Margolis e Walsh (2003) e Waddock e Graves (1997), na análise da RSE, é necessário considerar o efeito da indústria em que a empresa opera, devido às diferentes características das atividades econômicas. Chand (2006) descobriu que a incorporação do efeito da indústria no estudo removeu todas as diferenças ambientais e que as empresas em diferentes indústrias tendem a obscurecer a relação entre CSP e CFP. Para representar o setor em que a empresa opera, foi criada uma variável categórica *dummy* para controlar as empresas pertencentes a setores polêmicos, como tabaco, jogos de azar, álcool e entretenimento para adultos, petróleo e gás, produtos químicos, papel e celulose, mineração e siderurgia (RICHARDSON; WELKER, 2001; LEE; FAFF, 2009; KILIAN; HENNIGS, 2014). Quando essa variável tem o valor = 1, significa que a empresa pertence a setores polêmicos, e valor = 0, significa pertencente aos outros setores, considerados não polêmicos. A codificação dos setores para fazer essa categorização foi baseada no *IBC-Industry Classification Benchmark*, administrado pela *FTSE-Financial Times Stock Exchange*, de propriedade da *London Stock Exchange Group*.

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

3.3 Modelo conceitual e Modelo Empírico

No modelo conceitual a ser testado, demonstramos que a associação entre desempenho ESG e desempenho financeiro é dependente de variáveis mediadoras, conforme Figura 8. Nesse modelo, utilizamos uma adaptação do método aplicado por Surroca *et al.* (2010). Esses autores argumentam que há uma relação causal recursiva entre desempenho ESG e desempenho financeiro e, que diversas variáveis podem intervir nessa relação, de forma bidirecional.

Esse argumento está condizente com a literatura (HART, 1995) e testes empíricos (SHARMA; VREDENBURG, 1998), os quais provam que algumas empresas cumprem as regulações ambientais ao desenvolver intangíveis que podem tornar-se uma vantagem competitiva.

Para entender a relação entre desempenho em ESG e desempenho financeiro utilizamos como variáveis tangíveis mediadoras, o tamanho da empresa, endividamento e capitalização de mercado e, como variáveis intangíveis mediadoras, o fato da empresa estar listada em índice de sustentabilidade, o fato de a empresa pertencer a um país de economia desenvolvida ou emergente e o setor econômico a qual pertence, conforme representado na Figura 8.

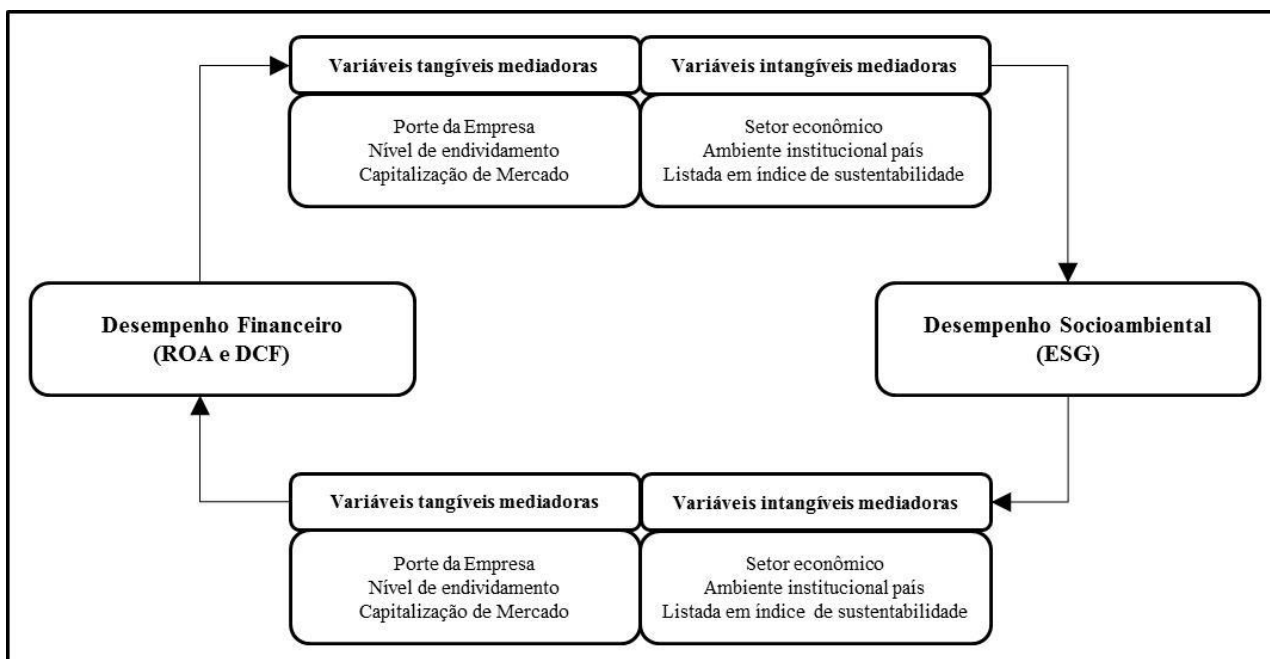


Figura 8 - Modelo Conceitual

Fonte: elaboração própria

Considerando as variáveis definidas na seção anterior e o modelo conceitual ilustrado na Figura 8, os modelos empíricos testados são:

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

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

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 DCF_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 MCap_{it} + \beta_6 List_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$DCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 MCap_{it} + \beta_6 List_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

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

3.4 Tratamento dos dados

Foram realizadas inicialmente análises exploratórias dos dados, para melhor visualização, compreensão da amostra analisada e entendimento dos dados utilizados e, análises de correlação, com o objetivo de verificar se existe um relacionamento linear entre as variáveis.

Posteriormente, foram realizadas análises de regressão em painel. Pelas características e dimensão da amostra (diversas empresas analisadas ao longo de um período de tempo), considera-se adequada a metodologia de análise de dados em painel, a qual possui dimensões de séries temporais e *cross-section*, permitindo analisar relações dinâmicas no tempo e no espaço (WOOLDRIDGE, 2010).

Segundo Wooldridge (2010, p. 429) “os conjuntos de dados são muito úteis quando se quer controlar características não observadas constantes no tempo (pessoas, firmas, cidades etc), que pensamos poderem estar correlacionadas com as variáveis explicativas de nosso modelo”.

Dois métodos comuns para estimar modelos de dados em painel são: métodos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. O modelo de efeitos fixos permite que o intercepto varie para cada observação, levando em consideração a natureza específica da empresa. Porém, considera-se que os coeficientes

angulares são constantes entre elas. O estimador de efeitos fixos considera uma correlação arbitrária entre características não observadas de cada empresa e as variáveis explicativas em qualquer período de tempo. O estimador de efeitos aleatórios é preferível em situações em que o efeito não observado é não correlacionado com todas as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2010).

Uma forma de decidir entre os modelos é comparar as estimativas dos métodos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios visando verificar se existe correlação entre os fatores não observados e as variáveis explicativas, assumindo que os erros idiossincráticos e as variáveis explicativas são não-correlacionados ao longo do tempo.

Para tanto, aplica-se o teste de Hausman, em que a hipótese nula a ser testada é se a diferença entre os coeficientes dos efeitos fixos e aleatórios não é sistemática. Assim, caso haja diferença significativa entre os dois modelos, tal diferença é interpretada como uma evidência em favor da estimação por efeitos fixos, rejeitando a hipótese nula (WOOLDRIDGE, 2010).

Os dados foram tratados por meio do *software* Stata, versão 9.0, sendo este um dos softwares estatísticos que permite a análise de dados em painel. Para reduzir a influência de eventuais *outliers*, aplicamos a técnica de “winsorização” das variáveis Size e MCap. Tal técnica consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição. Neste estudo foram considerados extremos 5% das observações dessas duas variáveis, sendo 2,5% na parte inferior e 2,5% na parte superior.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo, são apresentados os resultados obtidos com a aplicação das técnicas e métodos mencionados no capítulo anterior. Foram realizadas análises descritivas, análise de correlação e regressão de dados em painel.

4.1 Análise exploratória dos dados

Esta seção apresenta as medidas estatísticas, como média, mediana, desvio padrão, valores máximos e mínimos, e a correlação entre as variáveis.

Nas Tabela 3 e 4 são demonstradas algumas medidas estatísticas das variáveis dependentes estudadas, de forma a facilitar a interpretação da variável durante o período analisado.

Tabela 3 – Estatística Descritiva da Variável ESG

Estatística Descritiva	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Média	57,3104	56,5083	57,2346	60,4535	60,1351	59,3234	60,6701	61,1975
Mediana	59,2100	58,1550	58,5600	66,5450	66,4500	65,2600	66,8900	66,8950
Mínimo	2,67	2,56	2,92	3,37	3,47	2,99	3,01	3,09
Máximo	97,23	97,46	97,10	97,09	96,50	96,71	96,91	97,08
Desvio Padrão	28,6583	29,3951	29,6534	28,6386	28,8880	31,4900	28,6426	27,4690
Amostra empresas	1.387	1.602	1.762	1.880	1.909	1.947	1.909	1.726

Fonte: elaboração própria

Tabela 4 – Estatística Descritiva da Variável ROA

Estatística Descritiva	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Média	8,6121	5,5383	5,0268	7,1962	6,8916	6,1545	6,0026	6,2502
Mediana	7,4950	5,9600	4,4850	6,1400	6,1200	5,6200	5,3700	5,6000
Mínimo	-68,06	-113,65	-84,96	-109,10	-59,51	-83,54	-104,74	-88,08
Máximo	70,08	70,55	302,42	134,10	109,51	175,04	234,42	269,11
Desvio Padrão	9,6451	11,8708	12,3144	9,8930	9,1894	10,2485	10,6343	10,5802

Amostra	2.036	2.055	2.060	2.047	1.978	1.932	1.883	1.831
empresas								

Fonte: elaboração própria

Na Tabela 3, é possível verificar que houve uma evolução na média do índice desempenho ESG das empresas, de 2007 (57,31%) a 2014 (61,19%). O desvio padrão é alto ao longo do período analisado (27,46 em 2014) possivelmente pelo fato de, na amostra, constarem empresas de países desenvolvidos (cujos índices ESG são bem mais altos) e empresas de países emergentes.

Na Tabela 4, verifica-se que há uma constância na média do índice ROA das empresas e no período da amostra. O resultado desse índice, que em 2007 foi de 8,61% e cai para 6,25% em 2014, está condizente com uma grande parte dos estudos que utilizam essa mesma métrica para avaliar desempenho econômico da empresa (KING; LENOX, 2000; BUSH; HOFFMANN, 2011).

A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva da amostra toda.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis

Variável	N	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
ESG	14122	59,22	64,06	2,56	97,46	28,87
ROA	15822	6,46	5,92	-88,61	134,10	10,66
Lev	16155	40,34	37,08	0,01	480,39	34,18
DCF	15571	1,16	0,74	-19,97	19,99	3,63
Size	16097	15,11	15,08	0	20,37	1,70
MCap	15817	15,42	15,31	0	20,04	1,49

Fonte: elaboração própria

As estatísticas descritivas das variáveis dependentes, ESG e ROA, já foram analisadas nas Tabelas 3 e 4, quando a análise compreendeu a evolução dos resultados estatísticos ao longo do período analisado (de 2007 a 2014).

Em relação às demais variáveis estudadas, a variável Endividamento (Lev) apresenta a média de 40,34% de endividamento e é a que possui a maior dispersão dos dados (34,18) dentre as variáveis analisadas. As variáveis Tamanho da empresa (Size) e a variável Capitalização de Mercado (MCap) não apresentam grande dispersão dos dados, pois foram “winsorizadas” e transformadas em logaritmos naturais, devido as diferenças do porte entre as empresas da amostra.

Antes das análises de regressão em painel, foi realizada a análise de correlação para investigar se há uma associação entre as variáveis. A Tabela 6 apresenta as correlações de *Pearson (r)* entre as variáveis dependentes e explicativas. Os dados foram tratados por meio do software SPSS, versão 22, o qual já fornece o resultado do *teste t* para as correlações.

Tabela 6 – Matriz de correlação

	ESG	ROA	DCF	Lev	Size	MCap
ESG	1					
ROA	,075***	1				
DCF	,060***	,012***	1			
Lev	,015**	-,136***	-,061***	1		
Size	,476***	,029***	,227***	,104***	1	
MCap	,369***	,183***	,190***	-,015**	,742***	1

Nota: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Fonte: elaboração própria

Observa-se que as correlações entre as variáveis são todas significativas, colaborando com a teoria e com diversos trabalhos que apontam estas variáveis como importantes determinantes no estudo do desempenho ESG e financeiro das empresas (ALBERTINI, 2013; KING; LENOX, 2000; BUSH; HOFFMANN, 2011).

Como podemos observar na Tabela 6, as variáveis apontam para uma baixa correlação entre si (resultados abaixo de 0,5). É esperado que as variáveis apresentem coeficientes de correlação baixos entre si, dado que a situação contrária seria indicativa da recomendação de supressão, no modelo, da variável que apresentasse correlação elevada, o que, caso não fosse feito, poderia resultar em viés de especificação no modelo.

4.2 Regressão de dados em painel

Antes de estimarmos o modelo proposto propriamente dito, analisamos o comportamento das variáveis ao longo do tempo, considerando toda a base de dados.

A fim de termos uma análise completa das variações *within e between* de cada variável a ser inserida no modelo de regressão para dados em painel, elaboramos a Tabela 7, que mostra a decomposição de variância das variáveis dependentes e explicativas. Essa tabela foi obtida por meio do comando “xtsum” do *software* Stata.

Tabela 7 – Decomposição de variância para cada variável

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
ESG	overall	59.217	28.86701	2.56	97.46	N = 14122
	between		27.14123	3.01875	96.8975	n = 2165
	within		10.24545	.0282469	117.1195	T-bar = 6.52286
ROA	overall	6.440829	10.07949	-88.61	134.1	N = 15822
	between		7.559796	-54.45	103.9475	n = 2159
	within		6.922197	-78.74667	128.8308	T-bar = 7.32839
DCF	overall	1.156693	3.634069	-19.974	19.999	N = 15571
	between		3.083987	-16.611	18.517	n = 2151
	within		2.272572	-21.97381	26.56586	T-bar = 7.23896
Lev	overall	40.34202	34.18491	0	480.39	N = 16155
	between		32.01352	0	480.39	n = 2165
	within		16.17426	-199.848	430.1633	T-bar = 7.46189
Size	overall	15.10671	1.695295	1	20.3747	N = 16097
	between		1.654616	6.41016	20.19366	n = 2157
	within		.378197	4.924712	20.44655	T-bar = 7.46268
MCap	overall	15.4204	1.489825	.1168938	20.28864	N = 15817
	between		1.441855	.3526179	19.92386	n = 2162
	within		.4724097	9.120002	18.80604	T-bar = 7.31591
country	overall	.0997691	.2997005	0	1	N = 17320
	between		.2997611	0	1	n = 2165
	within		0	.0997691	.0997691	T = 8
List	overall	.0795612	.2706205	0	1	N = 17320
	between		.2167216	0	1	n = 2165
	within		.1621301	-.7954388	.9545612	T = 8
Ind	overall	.1575058	.3642875	0	1	N = 17320
	between		.3643611	0	1	n = 2165
	within		0	.1575058	.1575058	T = 8

Fonte: elaboração própria

Na análise das variações *overall*, *within* e *between* das variáveis presentes no banco de dados, destacamos as variáveis dependentes ESG, ROA e DCF. Os resultados da Tabela 7 indicam que a variação *between* é maior do que a variação *within* para a variável ESG (27,14 e 10,24, respectivamente), assim como para a variável ROA (7,55 e 6,92, respectivamente) e para a variável DCF (3,08 e 2,27, respectivamente).

Esse fato é decorrente principalmente da existência, no banco de dados, de empresas provenientes de países com patamares bastante discrepantes em relação aos desempenhos ESG, ROA e DCF ao longo do tempo.

Logo, a heterogeneidade entre as empresas, decorrentes pelo fato de na base de dados existirem empresas provenientes de diversos países distintos entre eles, pode estar inserindo um efeito aleatório no intercepto do modelo a ser estimado.

Entretanto, a decisão de escolha da estimação mais adequada não deve se restringir, apenas e tão somente, à análise da variável dependente, já que também deve levar em consideração a análise da decomposição da variância das variáveis explicativas.

Ainda pela Tabela 7, podemos verificar que para as demais variáveis estudadas também existem discrepâncias acentuadas entre empresas ao longo do período analisado, pois as variações *between* são maiores do que as variações *within* nessas variáveis.

Segundo Fávero (2015), esse diagnóstico preliminar sobre o comportamento de variação das variáveis do banco de dados é de fundamental importância quando do estudo de modelos de regressão que levam em consideração modificações entre indivíduos e ao longo do tempo, já que, por vezes, pode fornecer indícios sobre a estimação mais adequada a ser elaborada.

Para verificar a ausência de autocorrelação serial, foi realizado o teste de Durbin-Watson (DW). Segundo Corrar, Paulo e Dias Filho (2009), resultados do teste de Durbin-Watson abaixo de 2,0 são adequados, e atestam que não existe autocorrelação serial no conjunto de resíduos.

Considerando o tamanho da amostra (2.165 empresas) e o número de variáveis independentes (sete), o teste de Durbin-Watson, como indicado nas tabelas a seguir, não diagnosticou autocorrelação serial para os anos analisados.

Para todas as regressões, também realizamos o teste *Lagrange multiplier* (LM) de Breusch-Pagan. E os resultados obtidos permitem afirmar que o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários não é o mais adequado.

Com base nos resultados obtidos, podemos rejeitar a hipótese de que o modelo *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) ofereça estimadores apropriados, ou seja, existem diferenças estatisticamente significantes (ao nível de significância de 5%) entre as empresas ao longo do tempo que justifiquem a adoção da modelagem em painel.

Por esse motivo, não apresentaremos nas tabelas a seguir, os resultados das regressões pelo modelo de estimação POLS.

Sendo assim, restou então analisar se o melhor modelo de dados em painel é de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. Para isso, realizamos o Teste de Hausmann em todas as estimações, conforme apontadas nas tabelas a seguir.

O Teste de Hausman tem como hipótese nula a consistência dos estimadores de efeitos aleatórios, ou seja, caso o resultado *p-value* apresente significância estatística ($p < 0,1$), o teste indica que os estimadores de efeitos fixos são menos eficientes, aceitando a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.

Para Hsiao (2005), a decisão entre o uso de modelos de efeitos fixos ou aleatórios torna-se relevante. Fávero (2015) argumenta que a principal diferença entre tais efeitos está relacionada com o fato de os efeitos individuais não observados estarem ou não relacionados com os regressores.

Constatamos por meio dos testes F, Breush-Pagan e Hausman, que o melhor modelo é o de efeito fixo. Contudo, tendo em vista as características da amostra, demonstraremos nas tabelas a seguir a análise pelos dois modelos, fixos e aleatórios.

Em todas as tabelas são apresentados os resultados dos parâmetros das variáveis independentes, o valor de R^2 , o valor dos testes F, Breush-Pagan e Hausman para a escolha entre os modelos *pooled*, modelos de efeito fixo ou aleatório e por fim a estatística de teste de Durbin-Watson; todos apresentados juntamente com seus valores-P.

Modelo Efeito Fixo

O modelo de regressão para dados em painel com efeitos fixos considera a existência de efeitos individuais, que representam as heterogeneidades entre os indivíduos e capturam as suas diferenças invariantes no tempo, ou seja, as diferenças nos interceptos do modelo econométrico.

Dessa forma, os estimadores dos parâmetros $b_i (i = 1, 2, \dots, k)$ de um modelo de regressão para dados em painel com efeitos fixos, de acordo com Cameron e Trivedi (2009), são obtidos pela eliminação dos efeitos individuais por meio da elaboração de uma transformação *within* aplicada pela diferenciação de médias.

O *output* do modelo estimado por efeitos fixos, apresentado na Tabela 8, mostra, com base nos valores-*P* das estatísticas *F* e *t*, que os parâmetros das variáveis explicativas são estatisticamente significantes, ao nível de significância de 5%, para explicar o comportamento do desempenho ESG das empresas nos anos em análise. Podemos verificar que o desempenho em ESG apresenta uma melhora média de 8,9% ($\beta_1 \sim 0,0894$; $p < 0,01$) no ROA, *ceteris paribus*.

O mesmo ocorre quando utilizamos o desempenho financeiro, medido pelo indicador de mercado, DCF ($\beta_3 \sim 0,1898$; $p < 0,01$), que é estatisticamente significativo para explicar o desempenho ESG das empresas.

Esses resultados corroboram diversos estudos na área de RSE, que utilizaram medidas de desempenho financeiro, com índices contábeis ou índices de mercado, como já amplamente discutido nas seções anteriores dessa pesquisa (GRIFFIN; MAHON, 1997; ORLITZKY *et al.*, 2003; MARGOLIS *et al.*, 2009).

A variável *Size*, que significa o tamanho da empresa, parece também exercer uma influência sobre o desempenho ESG ($\beta_4 \sim 5,5493$; $p < 0,01$), pois as empresas maiores tendem a ter um melhor desempenho geral, como já foi encontrado em trabalhos anteriores (CHENG *et al.*, 2014; SURROCA *et al.*, 2010; RICHARDSON; WELKER, 2001; BANSAL; CLELLAND, 2004; DHALIWAL *et al.*, 2011).

Resultado semelhante também pode ser observado na variável MCap ($\beta_5 \sim 2,4891$; $p < 0,01$) . Isso porque as grandes empresas dispõem de mais recursos para a realização de atividades que aumentam seu desempenho em ESG, tanto que carteiras de investimento socialmente responsáveis (conhecidas como SRI) tendem a preferir empresas com maior capitalização de mercado (LAM *et al.*, 2012).

Tabela 8 – Resultado da regressão com dados em painel: ESG como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-63,2795 *** (5,3405)	-71,2996 *** (3,7709)
ROA	0,0894 *** (0,0156)	0,0976 *** (0,0152)
DCF	0,1898 *** (0,0426)	0,1324 *** (0,0414)
Lev	-0,0252 *** (0,0065)	(-0,0240) *** (0,0060)
Size	5,5493 *** (0,3306)	(6,3910) *** (0,2509)
MCap	2,4891 *** (0,2408)	2,0760 *** (0,2212)
List	2,1385 *** (0,5863)	3,2099 *** (0,5700)
N [#Companies]	2.141	2.141
N [#Observations]	13.337	13.337
R ² within	6,34%	6,25%
R ² between	25,12%	25,94%
R ² overall	22,61%	23,24%
Teste F	28,3216 (p=0)	
Durbin-Watson	1,095982	
Breusch-Pagan's Test		24986,9 (p=0)
Hausman's Test		123,424 (p<0,001)

Nota: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Fonte: elaboração própria

Esses resultados permitem não rejeitar a hipótese H1a de pesquisa: empresas com melhor desempenho financeiro tendem a apresentar melhores desempenhos ESG.

A modelagem de estimação invertendo a direção dessas duas variáveis, ou seja, o quanto o desempenho ESG influencia no desempenho financeiro da empresa, também se mostra

significativa ($\beta_1 \sim 0,0326$; $p < 0,01$), quando utilizamos o ROA como indicador do desempenho financeiro, conforme Tabela 9.

Tabela 9 – Resultado da regressão com dados em painel: ROA como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-35,9486 *** (3,2295)	-12,6713 *** (1,5365)
ESG	0,0326 *** (0,0057)	0,0295 *** (0,0043)
DCF	0,2470 *** (0,0257)	0,2759 *** (0,0230)
Lev	-0,0455 *** (0,0039)	-0,0392 *** (0,0030)
Size	-1,0301 *** (0,2020)	-1,9122 *** (0,1143)
MCap	3,726 *** (0,1419)	3,0804 *** (0,1100)
List	-1,0973 *** (0,3543)	-0,9223 *** (0,3192)
N [#Companies]	2.141	2.141
N [#Observations]	13.337	13.337
R ² within	10,27%	9,89%
R ² between	8,03%	10,81%
R ² overall	7,21%	9,75%
Teste F	7,06981 (p=0)	
Durbin-Watson	1,647462	
Breusch-Pagan's Test		8209,39 (p=0)
Hausman's Test		110,517 (p<0,001)

Nota: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Fonte: elaboração própria

Ao considerar o indicador de mercado DCF como desempenho financeiro, demonstrado na Tabela 10, o resultado é semelhante: há relação estatisticamente significativa entre o desempenho ESG ($\beta_1 \sim 0,0092$; $p < 0,01$) e o desempenho financeiro, medido pelo DCF. Esses resultados permitem não rejeitar a hipótese H1b.

Tabela 10 – Resultado da regressão com dados em painel: DCF como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-11,4653 ***	-8,4244 ***

	(1,1843)		(0,6189)
ESG	0,0092 *** (0,0020)		0,0018 (0,0016)
ROA	0,0331 *** (0,0034)		0,0376 *** (0,0032)
Lev	-0,0067 *** (0,0014)		-0,0070 *** (0,0011)
Size	0,5025 *** (0,0739)		0,4552 *** (0,0453)
MCap	0,2947 *** (0,0534)		0,1784 *** (0,0434)
List	-0,1576 (0,1298)		-0,1932 (0,1194)
N [#Companies]	2141		2141
N [#Observations]	13.337		13.337
R ² within	3,11%		2,92%
R ² between	7,42%		8,60%
R ² overall	6,00%		6,93%
Teste F	8,54274 (p=0)		
Durbin-Watson	1,492026		
Breush-Pagan's Test			9098,45 (p=0)
Hausman's Test			64,7698 (p<0,001)

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Os resultados encontrados nessas duas hipóteses (H1a e H1b) corroboram outros estudos como Moon *et al.* (2014), Cheng *et al.* (2014), Griffin e Mahon (1997); Orlitzky *et al.* (2003); Waddock e Graves (1997) e Cai *et al.* (2012).

Assim sendo, quando a empresa investe em práticas de RSE, tende a obter melhor desempenho financeiro e a relação inversa também é positiva, isto é, melhor desempenho financeiro possibilita melhor desempenho em ESG.

Cheng *et al.* (2014) sugerem que tal fato ocorre devido à redução dos custos de agência em função do maior engajamento dos *stakeholders* e à redução da assimetria de informações em função da transparência na divulgação das informações, necessárias para a mensuração dos fatores ESG.

Ou seja, a implantação de estratégias socioambientais, o *disclosure* das informações e a aproximação com seus *stakeholders*, favorecem uma melhor reputação da empresa, permitindo melhores desempenhos financeiros e de fatores ESG.

Segregando países desenvolvidos e emergentes

Ao segregar a base de dados por país, a história é outra. Os resultados, com base em subamostras, permitem compreender muito bem a diferença da relação CFP e CSP entre países de economia emergente e países desenvolvidos, com a prevalência do efeito do ambiente institucional nas organizações.

A Tabela 11 mostra o resultado da regressão com dados em painel somente dos países emergentes da amostra, que são a África do Sul e o Brasil. Diferentemente dos resultados das análises efetuadas na seção anterior, o desempenho financeiro, medido pela variável ROA ($\beta_1 \sim -0,1744$; $p < 0,05$), quando considerados somente os países emergentes, tem influência negativa no desempenho ESG, a variável dependente. Esse resultado rejeita a hipótese H2a que esperava que o desempenho financeiro não fosse associado ao desempenho ESG das empresas desses países.

Tabela 11 – Regressão dados em painel com países emergentes: ESG como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-75,6566 *** (22,1681)	-105,744 *** (13,2882)
ROA	-0,1744 ** (0,0777)	-0,1213 * (0,0726)
DCF	-0,0440 (0,1348)	0,0370 (0,1307)
Lev	-0,1257 *** (0,0454)	-0,1019 *** (0,0361)
Size	2,0803 * (1,0963)	5,2686 *** (0,7315)
MCap	6,2783 *** (1,0964)	4,7091 *** (0,8670)
List	7,2586 *** (1,6338)	12,7999 *** (1,4830)
N [#Companies]	213	213
N [#Observations]	895	895
R ² within	9,96%	8,34%
R ² between	43,25%	53,36%
R ² overall	40,62%	48,46%
Teste F	11,3256 (p<0,001)	
Durbin-Watson	1,254556	

Breush-Pagan's Test

614,502 (p<0,001)

Hausman's Test

74,5177 (p<0,001)

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Quando a variável que mede o desempenho financeiro é o DCF, a relação continua negativa, porém não estatisticamente significativa ($\beta_2 \sim -0,0440$; $p > 0,1$) e, dessa forma, não rejeitaria a hipótese H2a.

O mesmo resultado, isto é, há uma relação negativa e estatisticamente significativa, ocorre quando invertemos a modelagem, colocando o desempenho financeiro, medido pelo ROA, como variável dependente, conforme Tabela 12. O desempenho ESG ($\beta_1 \sim -0,0423$; $p < 0,05$) tem relação significativa e negativa no desempenho financeiro de empresas pertencentes a países emergentes, o que permite rejeitar a hipótese H2b.

Tabela 12 – Regressão dados em painel com países emergentes: ROA como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-14,9753 (11,0007)	-16,7703 *** (5,9087)
ESG	-0,0423 ** (0,0188)	-0,0225 (0,0152)
DCF	0,0591 (0,0664)	0,1028 * (0,0609)
Lev	-0,0686 *** (0,0223)	-0,0624 *** (0,0159)
Size	-2,9887 *** (0,5292)	-2,2560 *** (0,3228)
MCap	4,6132 *** (0,5239)	3,9365 *** (0,3685)
List	0,5905 (0,8163)	0,1975 (0,7126)
N [#Companies]	213	213
N [#Observations]	895	895
R ² within	16,07%	15,77%
R ² between	15,36%	16,88%
R ² overall	16,60%	17,41%
Teste F	7,7516 (p<0,001)	
Durbin-Watson	1,558946	
Breush-Pagan's Test		589,495 (p<0,001)
Hausman's Test		13,526 (p<0,05)

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Ao considerar o indicador de mercado DCF como desempenho financeiro, o resultado é semelhante: embora também se mostre negativo, não houve relação estatisticamente significativa entre o desempenho ESG ($\beta_1 \sim -0,0035$; $p > 0,1$) e o desempenho financeiro, medido pelo DCF, reproduzidos na Tabela 13.

Tabela 13 – Regressão dados em painel com países emergentes: DCF como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-12,551 ** (6,3572)	-14,3358 *** (2,8794)
ESG	-0,0035 (0,0109)	0,0055 (0,0080)
ROA	0,0198 (0,0222)	0,0353 ** (0,0180)
Lev	-0,0267 ** (0,0129)	-0,0132 (0,0081)
Size	0,9229 *** (0,3114)	0,7957 *** (0,1661)
MCap	0,0126 (0,3201)	0,1792 (0,1996)
List	-0,6404 (0,4719)	-0,4228 (0,3845)
N [#Companies]	213	213
N [#Observations]	895	895
R ² within	1,92%	1,48%
R ² between	12,72%	16,68%
R ² overall	8,95%	11,86%
Teste F	4,2420 (p<0,001)	
Durbin-Watson	1,885342	
Breush-Pagan's Test		230,9 (p<0,0001)
Hausman's Test		6,3777 (p~0,3822)

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Embora o Teste de Hausman (p~0,3822) desse modelo aponte a consistência dos estimadores de efeitos aleatórios, indicando que os estimadores de efeitos fixos são menos eficientes, a variável explicativa desempenho ESG também não possui significância estatística com a variável

dependente, desempenho financeiro medido pelo DCF. A relação inversa entre essas duas variáveis também tinha gerado o mesmo resultado, sem significância estatística.

Esses resultados permitem não rejeitar as hipóteses H2a e H2b, como já verificados em outros estudos feitos com empresas de países emergentes por: a) Rodrigo *et al.* (2016), que utilizaram na amostra somente empresas de seis países da América Latina; b) por Kapoor e Shandhu (2010), que utilizaram empresas da Índia; c) por Ramasamy, Ting e Yeung (2007), com empresas da Malásia; d) por Aras *et al.* (2010), com empresas da Turquia; e) Crisóstomo *et al.* (2011), com empresas do Brasil, e f) por Chetty *et al.* (2015), com empresas da África do Sul.

Já, ao considerar uma subamostra com empresas somente de países desenvolvidos, os resultados são diferentes. Na Tabela 14, verificamos que o desempenho financeiro medido pelo ROA ($\beta_1 \sim 0,0961$; $p < 0,01$) tem associação positiva e significativa no desempenho ESG, a variável dependente. Esse resultado difere do encontrado quando analisado somente países emergentes que apresentaram associação negativa entre essas duas variáveis.

Tabela 14 – Regressão dados em painel com países desenvolvidos: ESG como variável dependente

Variável	Efeito Fixo		Efeito aleatório	
Const	-65,2496 (5,5278)	***	-72,5037 (3,9093)	***
ROA	0,0961 (0,0159)	***	0,1057 (0,0156)	***
DCF	0,2176 (0,0448)	***	0,1407 (0,0436)	***
Lev	-0,0232 (0,0066)	***	-0,0231 (0,0061)	***
Size	5,9150 (0,3476)	***	6,6655 (0,2647)	***
MCap	2,2935 (0,2468)	***	1,9507 (0,2284)	***
List	1,4042 (0,6259)	**	2,4857 (0,6207)	***
N [#Companies]	1928		1928	
N [#Observations]	12.442		12.442	
R ² within	6,53%		6,44%	
R ² between	24,82%		25,60%	
R ² overall	22,46%		23,07%	
Teste F	29,2046 (p=0)			

Durbin-Watson	1,090102	
Breush-Pagan's Test		23401 (p=0)
Hausman's Test		175,814 (p<0,0001)

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Também, ao considerar como medida de desempenho financeiro o indicador DCF ($\beta_2 \sim 0,2176$; p < 0,01), o resultado da relação com a variável ESG é positiva e estatisticamente significativa.

O mesmo ocorre na relação inversa, ou seja, utilizando no modelo econométrico como variável dependente o desempenho financeiro, medido pelo ROA, o desempenho ESG ($\beta_1 \sim 0,0358$; p < 0,01) tem associação estatisticamente significativa no desempenho financeiro, conforme Tabela 15.

Tabela 15 – Regressão dados em painel com países desenvolvidos: ROA como variável dependente

Variável	Efeito Fixo		Efeito aleatório	
Const	-38,5093	***	-12,2898	***
	(3,3780)		(1,6069)	
ESG	0,0358	***	0,0332	***
	(0,0059)		(0,0045)	
DCF	0,2667	***	0,2960	***
	(0,0273)		(0,0244)	
Lev	-0,0449	***	-0,0382	***
	(0,0040)		(0,0031)	
Size	-0,8017	***	-1,8756	***
	(0,2151)		(0,1219)	
MCap	3,6554	***	2,9957	***
	(0,1471)		(0,1156)	
List	-1,2757	***	-1,1280	***
	(0,3822)		(0,3644)	
N [#Companies]	1928		1928	
N [#Observations]	12.442		12.442	
R ² within	10,30%		9,83%	
R ² between	6,72%		9,87%	
R ² overall	6,33%		9,23%	
Teste F	7,13464 (p=0)			
Durbin-Watson	1,649981			
Hausman's Test			7582,7 (p<0,001)	
Breush-Pagan's Test			120,233 (p=0)	

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Ao considerar o indicador de mercado DCF como desempenho financeiro, o resultado é semelhante: há associação estatisticamente significativa entre o desempenho ESG ($\beta_1 \sim 0,0102$; $p < 0.01$) e o desempenho financeiro, medido pelo DCF, verificado na Tabela 16.

Tabela 16 – Regressão dados em painel com países desenvolvidos: DCF como variável dependente

Variável	Efeito Fixo	Efeito aleatório
Const	-11,1064 *** (1,2034)	-8,20176 *** (0,6351)
ESG	0,0102 *** (0,0021)	0,0012 (0,0017)
ROA	0,0337 *** (0,0034)	0,0381 *** (0,0032)
Lev	-0,0063 *** (0,0014)	-0,0069 *** (0,0011)
Size	0,4587 *** (0,0763)	0,4259 *** (0,0472)
MCap	0,3126 *** (0,0537)	0,1981 *** (0,0443)
List	-0,0786 (0,1359)	-0,0977 (0,1309)
N [#Companies]	1928	1928
N [#Observations]	12.442	12.442
R ² within	3,36%	3,11%
R ² between	6,60%	8,22%
R ² overall	5,63%	6,84%
Teste F	9,00519 (p=0)	
Durbin-Watson	1,460065	
Breush-Pagan's Test		9011,06 (p=0)
Hausman's Test		81,398 (p<0,0001)

Nota: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Fonte: elaboração própria

Esses resultados não rejeitam as hipóteses H2c e H2d e estão condizentes com os resultados das metas-análises pesquisadas, que consideram somente as empresas de países desenvolvidos, os quais indicam que o desempenho em ESG tem relação estatisticamente significativa no desempenho financeiro e vice-versa (GRIFFIN; MAHON, 1997; ROMAN; HAYIBOR; AGLE, 1999; ORLITZKY *et al.*, 2003; MARGOLIS; WALSH, 2003).

Esses resultados reforçam o efeito da teoria institucional ao estudar de forma segregada o desempenho ESG entre empresas de países desenvolvidos e emergentes.

Utilizando a lucratividade, uma medida contábil mensurada pelo indicador ROA ou utilizando o indicador de mercado DCF para medir o valor de uma empresa, a melhor associação com o desempenho ESG ocorre somente quando consideradas as empresas de países desenvolvidos.

Por outro lado, há uma relação negativa entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro de empresas de mercados emergentes, seja esse índice o contábil (ROA) ou o de mercado (DCF).

4.2.1 A participação em clubes verdes

Os resultados da Tabela 8 mostram ainda que empresas listadas nos índices de sustentabilidade de bolsas de valores ($\beta_6 \sim 2,1385$; $p < 0,01$) apresentam melhor desempenho ESG, relativamente àquelas que não participam, o que é para ser óbvio, uma vez que um dos critérios para ser escolhida nesses índices de bolsas de valores considera as empresas que melhor investem em práticas ESG. Sendo assim, a hipótese H3 não é rejeitada.

Porém, ao analisar o desempenho financeiro como variável dependente no modelo empírico (equações 2 e 3), constatamos que o fato da empresa estar listada em índice de sustentabilidade de bolsa de valores resulta em desempenho financeiro negativo se comparado com empresas não listadas nesses índices, conforme Tabela 9 ($\beta_6 \sim -1,0973$; $p < 0,01$), no caso do indicador ROA como variável dependente e Tabela 10 ($\beta_6 \sim -0,1576$; $p > 0,1$), no caso do indicador DCF como variável dependente, esse sem significância estatística.

Esse resultado rejeita a hipótese H3a. Tal resultado também foi verificado em outros trabalhos. López, Garcia e Rodriguez (2007) utilizaram na amostra da pesquisa empresas europeias que estavam listadas no DJSI comparativamente a outras empresas que não estavam listadas nesse índice.

Eles dividiram a análise em dois períodos de três anos cada e concluíram que no primeiro período analisado (1999 a 2001) não houve diferenças significativas entre empresas europeias listadas no DJSI e as que não pertenciam a esse índice. Já no segundo período analisado (2002 a 2004), houve diferença significativa, porém negativa. O mesmo sinal negativo, foi encontrado em nossos

resultados na Tabela 15 ($\beta_6 \sim -1,2757$; $p < 0,01$), no caso do indicador ROA como variável dependente, ao segregar na amostra somente empresas de países desenvolvidos.

Conclusão semelhante foi obtida no estudo de Charlo, Moya e Muñoz (2015) com empresas espanholas listadas no FTSE4Good. Embora os autores tenham encontrado evidências de que as empresas espanholas que participam do índice de sustentabilidade FTSE4Good têm desempenho financeiro semelhante às que não estão listadas nesse índice, os indicadores financeiros não revelaram a existência de vantagens superiores pelas empresas consideradas socialmente responsáveis.

Na Tabela 12, com a subamostra só de empresas de países emergentes, não houve significância estatística pelo fato de a empresa estar ou não listada em índices de sustentabilidade ($\beta_6 \sim 0,5905$; $p > 0,1$), quando utilizado como desempenho financeiro o indicador contábil ROA, na variável dependente. Resultados semelhantes foram encontrados em trabalhos anteriores (RAMASAMY *et al.*, 2007; ARAS *et al.*, 2010; CRISÓSTOMO *et al.*, 2011). Esse resultado rejeita a hipótese H3b.

Também, ao considerar como medida de desempenho financeiro o indicador de mercado DCF, o resultado mostra que não há significância estatística pelo fato de a empresa estar listada em índice de sustentabilidade de bolsa de valores. Isso ocorre tanto em empresas de países desenvolvidos ($\beta_6 \sim -0,0786$; $p > 0,1$), verificado na Tabela 16, como em empresas de países emergentes ($\beta_6 \sim -0,6404$; $p > 0,1$), conforme Tabela 13.

Isso nos leva a concluir que não é o fato de ser listada em índice de bolsa de valores que melhora ou não o desempenho financeiro da empresa (seja qual for o indicador, ROA ou DCF).

4.2.2 Setores polêmicos

Para testar a hipótese H4, se setores de atividade econômica, considerados polêmicos, possuem melhor desempenho em ESG, incluímos a variável IND na modelagem de estimação e usamos o método de efeitos aleatórios de dados em painel. Isto porque, como a variável de interesse criada para identificar os setores polêmicos (IND) é uma variável *dummy* constante ao longo do tempo (o

setor que a empresa é classificada não tem variação no tempo), não podemos usar o modelo por efeitos fixos para estimarmos seus efeitos na variável dependente desempenho em ESG. Portanto, executamos a regressão com dados em painel utilizando o método de efeitos aleatórios.

Pelo resultado da Tabela 17, verificamos que empresas de setores sensíveis têm melhor desempenho ESG ($\beta_7 \sim 3,5267$; $p < 0,01$). Esse resultado não rejeita a hipótese H4 e corrobora diversos resultados de outros estudos recentes como Lin *et al.* (2015); Moura-Leite *et al.* (2014); Kilian e Hennigs (2014); Jo e Na (2012), e; Cai *et al.* (2012).

Tabela 17 – Regressão dados em painel com setores polêmicos: ESG como variável dependente

Variável	Todos Países	Países desenvolvidos	Países emergentes
Const	-71,5148 *** (3,7701)	-72,7187 *** (3,9094)	-105,217 *** (13,282)
ROA	0,0976 *** (0,0152)	0,1056 *** (0,0156)	-0,1120 (0,0730)
DCF	0,1358 *** (0,0414)	0,1439 *** (0,0436)	0,0433 (0,1308)
Lev	-0,0236 *** (0,0060)	-0,0229 *** (0,0061)	-0,0965 *** (0,0363)
Size	6,3797 *** (0,2509)	6,6543 *** (0,2647)	5,2832 *** (0,7310)
MCap	2,0638 *** (0,2212)	1,9422 *** (0,2284)	4,6042 *** (0,8701)
List	3,1966 *** (0,5700)	2,4854 *** (0,6206)	12,6946 *** (1,4858)
IND	3,5267 *** (1,3564)	3,2209 ** (1,4240)	3,9712 (3,1700)
N [#Companies]	2.141	1.928	213
N [#Observations]	13.337	12.442	895
R ² within	6,25%	6,44%	8,26%
R ² between	26,15%	25,77%	53,57%
R ² overall	23,40%	23,22%	48,73%
Breush-Pagan's Test	25007,1 (p=0)	23409,1 (p=0)	598,512 (p<0,0001)
Hausman's Test	120,582 (p<0,01)	172,875 (p<0,01)	74,9364 (p<0,01)

Nota: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Fonte: elaboração própria

Ainda pela Tabela 17, ao segregar a base de dados em países desenvolvidos e países emergentes, empresas de setores polêmicos apresentam melhor desempenho ESG ($\beta_7 \sim 3,2209$; $p < 0,05$) quando consideradas somente as empresas de países desenvolvidos.

As empresas de países emergentes, pertencentes a setores polêmicos, não possuem associação estatisticamente significativa com desempenho ESG ($\beta_7 \sim 3,9712$; $p > 0,1$), verificada na Tabela 17. Esse resultado mostra que, diferentemente dos países desenvolvidos, as empresas de países emergentes desses setores não possuem desempenho superior em ESG quando comparado com as empresa dos outros setores, corroborando o trabalho de Rodrigo *et al.* (2016)

O Quadro 8 demonstra uma síntese das conclusões das hipóteses dessa pesquisa:

Ordem	Hipótese Número	Descrição da hipótese
1	H1a	<p><i>Desempenho financeiro exerce influência no desempenho ESG</i></p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento do desempenho ESG acrescenta 8,9% de incremento no desempenho financeiro, quando medido pelo ROA</p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento do desempenho ESG acrescenta 18,9% de incremento no desempenho financeiro, quando medido pelo DCF</p>
2	H1b	<p><i>Desempenho ESG exerce influência no desempenho financeiro</i></p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento do desempenho financeiro, medido pelo ROA acrescenta 3,2% no desempenho ESG</p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento do desempenho financeiro, medido pelo DCF acrescenta 1% no desempenho ESG</p>
3	H2a	<p><i>Desempenho financeiro de empresas de países emergentes não influencia o desempenho ESG dessas empresas</i></p> <p>REJEITA, pois o desempenho financeiro, medido pelo ROA, tem significância estatística e negativa com o desempenho ESG</p> <p>NÃO REJEITA, pois o desempenho financeiro, medido pelo DCF, não tem significância estatística com o desempenho ESG</p>
4	H2b	<p><i>Desempenho ESG de empresas de países emergentes não influencia o desempenho financeiro dessas empresas</i></p> <p>REJEITA, pois o desempenho ESG tem significância estatística e negativa com o desempenho financeiro, quando o indicador é o ROA</p> <p>NÃO REJEITA, pois o desempenho ESG não tem significância estatística com o desempenho financeiro, quando o indicador é o DCF</p>
5	H2c	<p><i>Desempenho financeiro de empresas de países desenvolvidos influencia positivamente o desempenho ESG dessas empresas</i></p>

		<p>NÃO REJEITA, pois cada incremento no desempenho ESG acrescenta 9,6% no desempenho financeiro, quando medido pelo ROA</p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento no desempenho ESG acrescenta 22% no desempenho financeiro, quando medido pelo DCF</p>
6	H2d	<p><i>Desempenho ESG de empresas de países desenvolvidos influencia positivamente o desempenho financeiro dessas empresas</i></p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento no desempenho financeiro, medido pelo ROA, acrescenta 3,5% no desempenho ESG</p> <p>NÃO REJEITA, pois cada incremento no desempenho financeiro, medido pelo DCF, acrescenta 1% no desempenho ESG</p>
7	H3	<p><i>Empresas listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores tem melhor desempenho ESG do que as demais que não são listadas nesses índices</i></p> <p>NÃO REJEITA, pois a relação desempenho ESG e o fato de estar listada tem significância estatística positiva</p>
8	H3a	<p><i>Empresas de países desenvolvidos que são listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores tem melhor desempenho financeiro do que as demais que não são listadas nesses índices</i></p> <p>REJEITA, pois o fato de estar listada não tem significância estatística como desempenho financeiro, quando medido pelo ROA</p> <p>REJEITA, pois o fato de estar listada não tem significância estatística como desempenho financeiro, quando medido pelo DCF</p>
9	H3b	<p><i>Empresas de países emergentes que são listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores tem melhor desempenho financeiro do que as demais que não são listadas nesses índices</i></p> <p>REJEITA, pois o fato de estar listada não tem significância estatística como desempenho financeiro, quando medido pelo ROA</p> <p>REJEITA, pois o fato de estar listada não tem significância estatística com o desempenho financeiro, quando medido pelo DCF</p>
10	H4	<p><i>Empresas pertencentes a setores considerados polêmicos possuem melhor desempenho ESG</i></p> <p>NÃO REJEITA, pois a relação desempenho ESG e o fato de pertencer a um setor polêmico tem significância estatística positiva</p>

Quadro 8 – Síntese das conclusões das hipóteses de pesquisa

Fonte: elaboração própria

5. DISCUSSÃO

5.1 Diferenças institucionais

Os diferentes resultados encontrados nesse estudo empírico tendem a contradizer o *mainstream* da literatura, que apresenta conclusões de uma relação bidirecional positiva na relação CSP/CFP.

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

A teoria existente reconhece que fatores institucionais exercem uma influência significativa no DSE (CAMPBELL, 2006; SHARFMAN; FERNANDO, 2008), mas só recentemente esta convicção foi explorada na literatura de RSE. Julian e Ofori-Dankwa (2013) sugerem a hipótese da diferença institucional (IDH), pelos quais as fraquezas institucionais presentes nos mercados emergentes, como a qualidade dos mercados de capitais, afetam a relação entre CFP e CSP.

O IDH enfatiza as diferenças significativas no contexto institucional que existe entre países de economia desenvolvida e os emergentes e como essas diferenças institucionais afetam a natureza, a forma de executar e as consequências da RSE (HALME *et al.*, 2009; MATTEN; MOON, 2008; ROBERTSON; CRITTENDEN, 2003).

A lógica do IDH sugere que, no contexto dos países emergentes, as empresas são mais propensas a priorizar o acúmulo de capital e não reconhecer o potencial benefício estratégico dos investimentos em RSE (FRYNAS, 2005; OFORI; HINSON, 2007).

Além disso, essas empresas sofrem pouca pressão por iniciativas em RSE, sejam essas pressões vindas de órgãos governamentais ou de organizações não governamentais, como é normalmente verificado em países desenvolvidos (AMAO, 2008; BLOWFIELD; FRYNAS, 2005; FABIG; BOELE, 1999; WADDELL, 2000).

Esse fato favorece a hipótese do gerenciamento oportunista, conforme estudado no capítulo 2 desse trabalho, no qual entende-se que quanto maior o desempenho financeiro da empresa, mais os executivos ficam predispostos a reduzir atividades de RSE para alocar o excedente dos recursos para fins próprios.

Contribui também nas diferenças do contexto institucional o alto nível de corrupção e pagamentos de propinas existentes nos países de economia emergente (AHUNWAN, 2002; OSEI, 1998).

Esses fenômenos pressionam as empresas em não atender ao *compliance*, o que contradiz totalmente a teoria do “*beyond compliance*”, no qual prega que as empresas devem adotar práticas de RSE “além das exigências legais” (BERCCICHI; KING, 2007).

Além disso, existem outros fatores preponderantes nos países emergentes, como a prioridade às necessidades da população nesses mercados devido à pobreza, ao baixo nível educacional, à falta de moradia e ao atendimento deficitário da saúde. Essas carências obscurecem a conscientização e pressão, pela sociedade, por melhorias nos produtos e serviços ofertados pelas empresas, diminuindo o interesse pelas empresas na adoção de práticas de RSE.

Enfim, enquanto as pesquisas na área de RSE com empresas de países desenvolvidos, caracterizados por instituições e mercado de capitais fortes, demonstram uma relação positiva entre CSP e CFP, a lógica do IDH sugere uma relação negativa nos países de economia emergente, o que foi comprovado no resultado das hipóteses H2a e H2b desse trabalho.

5.2 Participação em índices de sustentabilidade

Nossos resultados indicaram que as empresas listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores, tanto em países desenvolvidos como nos de economias emergentes, não possuem melhor desempenho financeiro em relação àquelas que não estão listadas nesses índices, corroborando diversos estudos anteriores de que não há relação estatisticamente significativa entre essas variáveis (LÓPEZ *et al.*, 2007; CHARLO *et al.*, 2015; RAMASAMY *et al.*, 2007; ARAS *et al.*, 2010; CRISÓSTOMO *et al.*, 2011; CHETTY *et al.*, 2015).

Para López *et al.* (2007), o resultado negativo leva a afirmar que o efeito das práticas socioambientais nos indicadores financeiros de desempenho se deve ao fato de que as empresas geralmente não preveem em seus orçamentos os gastos com investimentos em novos ativos que tornam as operações mais sustentáveis.

Os resultados indicam que os gastos com despesas que as empresas incorrem como, por exemplo, recursos aplicados para treinamento, segurança, prevenção de poluição e uso de tecnologias não poluentes, levam a uma desvantagem competitiva em relação aos seus concorrentes que não adotam práticas socioambientais.

É o efeito da teoria do *trade off*, verificado no capítulo 2 desse trabalho. Nessa visão, a relação negativa é resultante do desvio de recursos para ações e práticas socioambientais, afetando o resultado do desempenho financeiro, pois inicialmente esses recursos pertenceriam aos acionistas da empresa.

5.3 Empresas de setores polêmicos

O resultado da regressão utilizando como *dummy* empresas de setores polêmicos indica que as empresas desses setores têm desempenho ESG superior às demais empresas.

Para manter a legitimidade de suas operações, empresas que exploram atividades econômicas consideradas, na literatura, como polêmicas, controversas ou sensíveis, necessitam de maiores esforços e investimentos em ESG visando até mesmo minimizar os impactos de suas atividades para a sociedade e ao meio ambiente (LINDORFF *et al.*, 2012; PATTEN, 2002; BRAMMER; PAVELIN, 2008).

Isso pode explicar o resultado da associação estatisticamente significativa de que empresas de setores polêmicos têm melhores desempenhos em ESG. A natureza do setor na qual a empresa atua influencia a qualidade da informação gerada porque está altamente associada com o nível de envolvimento em questões socioambientais (SINCLAIR-DESGAGNÉ; GOZLAN, 2003).

Podemos assim afirmar que empresas que exploram atividades de setores polêmicos e com alto impacto socioambiental tendem a gerar mais informações dessa natureza (DEEGAN; GORDON, 1996; HOFFMAN, 1999; BOWEN, 2000; PATTEN, 2002; BRAMMER; PAVELIN, 2008).

Porém, nossos resultados indicaram que essa é a realidade das empresas de países desenvolvidos. Já, ao considerar somente empresas de mercados emergentes, essa relação não se mostrou estatisticamente significativa, o que nos leva a concluir que ainda não há a conscientização e pressão da sociedade desses países por uma maior *accountability* (responsabilidade por prestar contas) das empresas de setores polêmicos.

No trabalho de Garcia, Mendes-da-Silva e Orsato (2017) foi identificado que, ao desmembrar os fatores ESG de empresas pertencentes aos países que formam o bloco econômico BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), apenas o desempenho ambiental apresentou diferença estatisticamente significativa entre as empresas dos setores polêmicos em relação às de outros setores. Os fatores sociais e de governança não apresentaram significância estatística entre os tipos de setores das empresas desses países, demonstrando que não há diferenças de atuação em RSE entre empresas de setores polêmicos com as empresas dos demais setores.

6. CONCLUSÃO

Com o objetivo de pesquisar em que circunstâncias “vale a pena ser verde” por meio da análise do desempenho ESG das empresas e sua relação com o desempenho econômico-financeiro, identificamos que são muitos os fatores que proporcionam conclusões divergentes para responder a essa temática.

Dentre eles, destacamos as diferenças do ambiente institucional em que as empresas estão inseridas, incluindo neste contexto as diferenças de desempenho ESG entre empresas de países desenvolvidos e emergentes, além dos setores econômicos os quais as empresas operam.

De acordo com o que foi definido na hipótese de Porter, segundo a qual estratégias socioambientais reduzem os custos do produto ou aumentam o valor da empresa, utilizamos como *proxy* do desempenho econômico-financeiro duas medidas que capturam esses dois objetivos: o indicador ROA, uma medida contábil que reflete o impacto da redução de custos, e o indicador DCF, uma medida de mercado que espelha o valor da empresa, sob o olhar de investidores.

A primeira conclusão é que, fundamentalmente, a escolha da *proxy* para representar o desempenho financeiro é um dos motivos principais das divergências de resultados encontrados nas pesquisas, até então, efetuadas. Esse trabalho, ao segregar as chamadas *proxy* de desempenho econômico-financeiro, entre medidas baseadas na contabilidade e medidas baseadas no mercado, proporciona um maior esclarecimento na análise dos resultados obtidos nas diversas pesquisas acerca da RSE.

6.1 Associação entre desempenho ESG e desempenho financeiro das empresas

Sintetizando os resultados desse trabalho, podemos concluir que o desempenho em ESG exerce influência positiva no desempenho econômico-financeiro, este medido pelo indicador que exprime o resultado do trabalho interno na organização, registrado nos livros contábeis, no caso o indicador ROA, e também pelo indicador medido pelo mercado, o DCF, que exprime o valor de avaliação das empresas pelos investidores externos.

O ganho de competências internas e os melhores recursos gerados pelos investimentos socioambientais acabam sendo capturados nos demonstrativos financeiros, em função dos registros contábeis das transações das operações da empresa.

Uma vez que estas operações tornam-se mais eficientes, impactando uma possível redução de custos, elas serão refletidas nos livros contábeis. Por isso, o indicador ROA, que é o mais utilizado nas pesquisas da área, mostrou que há associação estatisticamente significativa desse indicador com o desempenho ESG. E a relação vice-versa também foi comprovada. Ou seja, é um ciclo virtuoso conforme argumentado por Cornell e Shapiro (1987) e Preston e O'Bannon (1997) que nomeiam este cenário como a "Hipótese do impacto social".

A mesma conclusão pode se esperar quando a análise do desempenho financeiro é feita sob o olhar de investidores externos. Ao utilizar medidas baseadas no mercado, como o indicador DCF, usado nessa pesquisa, os resultados mostram que há associação estatisticamente significativa entre desempenho financeiro e desempenho ESG e vice-versa.

Porém, o resultado dessa pesquisa ressalta a prevalência do ambiente institucional na relação entre desempenho financeiro e desempenho ESG. Empresas de países de economia emergente apresentam uma associação negativa entre o desempenho ESG e financeiro, seja este último medido pelos indicadores baseados no mercado (como o indicador DCF) ou na contabilidade das empresas (como o indicador ROA). Já nas empresas de países desenvolvidos há significância estatística positiva entre essas variáveis.

Esse resultado fortalece as teorias da RBV (BARNEY, 1991) e das capacidades dinâmicas (EISENHARDT; MARTIN, 2000), que aparentemente melhor funcionam nas economias de países desenvolvidos. Resultados como o ganho de competências internas e a melhoria na eficiência das operações, muitas vezes gerados pelas estratégias de investimentos socioambientais adotadas, são refletidos no indicador ROA que foi utilizado, nesse trabalho, como *proxy* do desempenho financeiro da empresa.

Nos países emergentes, talvez outras estratégias socioambientais, como as sugeridas por London e Hart (2004), surtiriam efeitos melhores no desempenho ESG das empresas, como fazer alianças

comerciais com parceiros não tradicionais, gerar inovações customizadas ao ambiente local e incentivar o desenvolvimento de fornecedores e capacidades locais.

Além disso, o estudo constatou que a grande maioria dos investidores dos países de economia emergente parece não valorizar o desempenho ESG das empresas, conforme resultado estatisticamente não significativo encontrado quando utilizado o indicador de mercado, DCF.

Esses resultados explicam um dos objetivos da pesquisa ao avaliar, em termos de desempenho financeiro, em que circunstância para a empresa vale a pena ser verde. Os resultados indicam que no ambiente de países desenvolvidos vale a pena. Já nos países emergentes, o resultado é diferente.

A teoria institucional pode explicar a diferença desses resultados, uma vez que defende a influência do ambiente institucional no comportamento das empresas como condutoras de suas estratégias (MEYER; ROWAN, 1977).

6.2 Desempenho ESG das empresas de setores polêmicos

Essa mesma diferença de comportamento das empresas entre países desenvolvidos e emergentes pode ser observada no resultado do estudo entre empresas de setores considerados polêmicos e dos demais setores econômicos. Empresas de setores polêmicos e pertencentes aos países desenvolvidos possuem melhor desempenho ESG do que as empresas dos outros setores.

Novamente, a teoria institucional pode explicar esse comportamento das empresas de setores polêmicos ao buscarem se legitimar na sociedade, por meio de investimentos socioambientais e via *disclosure* de suas práticas socioambientais.

O mesmo resultado não foi verificado com as empresas de setores polêmicos pertencentes aos países de economia emergente. Aqui a prevalência do ambiente institucional país parece sobrepor o ambiente de atuação das empresas dos setores polêmicos. Ou seja, a maioria das empresas desses setores parece não se preocupar tanto em fazer o *disclosure* ou prestar contas do impacto

socioambiental de suas operações. Como exemplo prático recente, podemos citar a tragédia ambiental causada pela empresa brasileira de mineração Samarco.

O nível de conscientização e pressão da sociedade, além de questões regulamentares e de fiscalização, nesses países, junto à atuação de empresas desses setores polêmicos, é muito diferente do que se vê nos países desenvolvidos.

6.3 Participação em clubes socioambientais: vale a pena?

Outro objetivo da pesquisa foi alcançado ao comprovar o efeito dos clubes socioambientais voluntários sobre as empresas. Como era de se esperar, o fato da empresa estar listada em algum índice de sustentabilidade de bolsa de valores, um tipo de iniciativa socioambiental voluntária, naturalmente possui melhor desempenho ESG do que as que não estão listadas, até porque tal desempenho é um dos critérios na avaliação da composição da carteira desses índices.

Esse resultado mostra que há estratégias de investimentos socioambientais e um esforço no *disclosure* desses investimentos e práticas pelas empresas que participam dos índices de sustentabilidade de bolsa de valores, mostrando que essas empresas adotam iniciativas na direção do *beyond compliance* (BERCHICCI; KING, 2007).

Entretanto, o estudo constatou que pertencer ao índice de sustentabilidade de bolsa de valores não garante melhor desempenho financeiro para as empresas, fato esse verificado nas empresas de países emergentes, já que os resultados não identificaram diferenças estatisticamente significativas com as empresas que não participam desses índices.

Ou seja, para fins de retorno financeiro, seja medido por indicadores de contabilidade ou de mercado, não há diferença entre empresas listadas ou não no índice de sustentabilidade.

No caso das empresas de países desenvolvidos, houve uma diferença estatisticamente significativa em relação às empresas que não participam do índice de sustentabilidade, sendo essa relação negativa. Possivelmente porque os investimentos socioambientais realizados e divulgados pela

empresa para, com isso, participar da carteira de um índice de sustentabilidade, geram retornos (medido pelo ROA) inferiores aos das empresas que não estejam listadas nesses índices, confirmando a hipótese do *trade-off* (PRESTON; O'BANNON, 1997).

Isso ocorre porque os programas de iniciativas voluntárias podem restringir o capital e a disponibilidade de recursos da empresa, colocando-a em relativa desvantagem comparativamente às empresas menos ativas socialmente, no caso, não listadas nos índices de sustentabilidade das bolsas de valores.

Essa diferença entre o comportamento das empresas de países desenvolvidos e de países emergentes mostra novamente a prevalência do ambiente institucional, reforçando os preceitos da teoria institucional, em que valores sociais (como práticas, crenças, obrigações) assumem o *status* de regra no pensamento e na ação social, talvez não tão difundido assim, a questão de investimentos socioambientais pelas empresas dos países de economia emergente.

6.4 Contribuições para a prática de administração e de políticas públicas

Nossos resultados demonstram que há um longo caminho a ser percorrido pelos executivos de empresas de países emergentes na questão quando vale a pena ser verde (*pays to be green*).

Diferentemente das empresas de países desenvolvidos, os executivos das empresas de países emergentes tendem a cumprir somente aos requisitos mínimos legais de fatores ESG, adotando uma atitude de caráter filantrópico nas ações de responsabilidade social (AMAESHI *et al.*, 2006).

Nas empresas de países desenvolvidos a prática do “*beyond compliance*” é mais visível como comprovado nos resultados dessa pesquisa de que a relação bidirecional CSP/CFP é positiva nas empresas desses países.

Consoante à teoria dos *stakeholders* (FREEMAN, 1984), nossos resultados indicam que os executivos precisam exercer suas funções atentos aos impactos gerados pelas operações das empresas, principalmente àquelas pertencentes a setores polêmicos de atividade econômica,

buscando medir constantemente os impactos gerados ao meio ambiente e à sociedade e agindo com transparência na divulgação das informações.

Como a realidade das empresas de países emergentes é diferente em função dos problemas sociais e de infraestrutura existentes, como a escassez de recursos para novos investimentos e a dificuldade na educação de mão de obra qualificada (RODRIGO *et al.*, 2016), outras soluções podem ser mais efetivas para as empresas desses países como o estabelecimento de alianças comerciais, o desenvolvimento de fornecedores locais e até o fortalecimento de novos negócios por meio de cooperativas (LONDON; HART, 2004).

Para isso, a aplicação de políticas públicas na direção do melhor desempenho ESG pelas empresas é um passo fundamental nos países de economia emergente. Desde a criação de regulamentos e, principalmente, uma fiscalização efetiva no cumprimento desses regulamentos, até um forte incentivo às iniciativas socioambientais praticadas pelas empresas, são medidas a serem adotadas pelos órgãos governamentais desses países (HALME *et al.*, 2009).

6.5 Limitações e Sugestões para pesquisas futuras

Reconhecemos algumas limitações em nosso estudo. Embora acreditamos que o banco de dados da *Thomson Reuters* captura com confiabilidade as informações disponíveis pelas empresas, uma vez que vários pesquisadores a utilizam, inclusive da *Harvard Business School* (CHENG *et al.*, 2014), o mesmo não se estende ao processo de divulgação dessas informações pelas empresas.

Para minimizar esse fato, nossa amostra utilizou empresas de países que possuem um mercado de capitais robusto, mesmo entre os países emergentes. Sugerimos o uso de outras bases de dados em pesquisas futuras semelhantes a essa e até mesmo com a possibilidade de inclusão de empresas de outros países.

As variáveis utilizadas em nosso estudo podem ser vistas como outra limitação. Em pesquisas nas áreas de ciências sociais, especificamente em estudos organizacionais, essa limitação é preponderante, uma vez que são muitas as variáveis que afetam o comportamento na tomada de

decisões empresariais (BERTERO; KEINERT, 1994). Utilizamos as variáveis mais comuns nos trabalhos dessa área, porém, não consideramos, em nosso modelo de pesquisa, outras variáveis que retratam, por exemplo, o nível de competição existente nos mercados (BAGNOLI; WATTS, 2003) e o grau de inovação das empresas (SURROCA *et al.*, 2010).

Sendo assim, nossas sugestões para pesquisas futuras incluem: a) replicar o presente estudo com empresas listadas em outros países emergentes; b) ampliar o período estudado, tendo em vista a disponibilidade de dados mais recentes a respeito do tópico estudado; c) empregar métodos alternativos de estimação.

REFERÊNCIAS

ACKAH-BAIDOO, A. Enclave development and “offshore corporate social responsibility”: implications for oil-rich sub-Saharan Africa. **Resources Policy**, v. 37, n. 2, p. 152-159, 2012.

AHUNWAN, B. Corporate Governance in Nigeria. **Journal of Business Ethics**, v. 37, n. 3, p. 269-287, 2002.

ALBERTINI, E. Does Environmental Management Improve Financial Performance? A Meta-Analytical Review. **Organization & Environment**, v. 26, p. 431-457, 2013.

ALEXANDER, G.J.; BUCHHOLZ, R.A. Corporate social responsibility and stock market performance. **Academy of Management Journal**, v. 21, n. 3, p. 479-486, 1978.

ALLOUCHE, J.; LAROCHE, P. A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. **Revue de Gestion des Ressources Humaines**, v. 57, n. 1, p. 8-41, 2005.

AMAESHI, K.M; ADI, B.C; OGBECHIE, C.; AMAO, O.O. Corporate social responsibility in Nigeria. **Journal of Corporate Citizenship**, n. 24, p. 83-99, 2006.

AMAO, O.O. Corporate Social Responsibility, Multinational Corporations and the Law in Nigeria: Controlling Multinationals in Host States. **Journal of African Law**, v. 52, n. 1, p. 89-113, 2008.

ARAS, G.; AYBARS, A; KUTLU, O. Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 59, n. 3, p. 229-254, 2010.

ASHLEY, P. **A ética e a responsabilidade social nos negócios**. São Paulo: Saraiva, 2002.

AUPPERLE, K. E.; CARROLL A.B.; HATFIELD, J.D. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. **Academy of Management Journal**, v. 28, n. 2, p. 446-463, 1985.

BAGNOLI, M.; WATTS, S.G. Selling to socially responsible consumers: Competition and the private provision of public goods. **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 12, n. 3, p. 419-445, 2003.

BAKKER, F.G.A; GROENEWEGEN, P.; HOND, F.D. A Bibliometric Analysis of 30 Years of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance. **Business & Society**, v. 44, n. 3, p. 283-317, 2005.

BANSAL, P. The corporate challenges of sustainable development. **The Academy of Management Executive**, v. 16, n. 2, p. 122-131, 2002.

BANSAL, P; CLELLAND, I. Legitimacy, Impression Management, and Unsystematic Risk in the Context of the Natural Environment. **Academy of Management Journal**, v. 47, n. 1, p. 93-103, 2004.

BANSAL, P; ROTH K. Why companies go green: a model of ecological responsiveness. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 4, p. 717-736, 2000.

BARBIERI, J.; CAJAZEIRA, J. **Responsabilidade social empresarial sustentável: da teoria à prática**. São Paulo: Saraiva, 2009.

BARNETT, M.L. Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility. **The Academy of Management Review**, v. 32, n. 3, p. 794-816, 2007.

BARNEY, J.B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BARNEY, J.B.; HESTERLY, W.S. **Administração estratégica e vantagem competitiva: conceitos e casos**. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011, 408 p.

BASSEN, A.; MEYER, K.; SCHLANGE, J. The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital. Working Paper series, University of Hamburg, 2006.

BERCHICCI, L.; KING, A. Postcards from the Edge: A Review of the Business and Environment Literature. **The Academy of Management Annals**, v. 1, n. 1, p.513-547, 2007.

BERTERO, C.O.; KEINERT, T.M.M. A evolução da análise organizacional no Brasil (1961-93). **Revista de administração de empresas-RAE**, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 81-90, Junho-1994.

BEURDEN, P.V.; GÖSSLING, T. The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. **Journal of Business Ethics**, n. 82, p. 407-422, 2008.

BLOWFIELD, M.; FRYNAS, J. G. Editorial Setting new agendas: critical perspectives on Corporate Social Responsibility in the developing world. **International Affairs**, v. 81, p. 499-513, 2005.

BOWEN, F.E. Environmental visibility: a trigger of green organizational responsiveness? **Business Strategy and the Environment**, v. 9, n. 2, p. 92-107, 2000.

BRAGDON, J.H.; MARLIN, J.A. Is pollution profitable? **Risk Management**, v. 19, n. 4, p. 9-18, 1972.

BRAMMER S.; PAVELIN S. Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. **Business Strategy and the Environment**, v. 17, n. 2, p. 120-136, 2008.

- BREALEY, R.; MYERS, S.T. **Principles of Corporate Finance**. 6th edition. The McGraw-Hill Company Inc, 2000.
- BROWN, T.J.; DACIN, P.A. The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. **Journal of Marketing**, v. 61, p. 68-84, 1997.
- BUCHANAN, J. An Economic Theory of Clubs. **Economica**, New Series, v. 32, n. 125, p. 1-14, 1965.
- BUSH, T.; HOFFMANN, V. H. How hot is your bottom line? Linking carbon and financial performance. **Business & Society**, v. 50, p. 233-265, 2011.
- CAI, Y.; JO, H.; PAN, C. Doing well while doing bad? CSR in controversial industry Sectors. **Journal of Business Ethics**, v. 108, n. 4, p. 467-480, 2012.
- CAMERON, A.C.; TRIVEDI, P.K. **Microeconometrics using stata**. College Station, TX: Stata press, 2009.
- CAMPBELL, J.L. Institutional analysis and the paradox of corporate social responsibility. **American Behavioral Scientist**, v. 49, n. 7, p. 925-938, 2006.
- CAPELLE-BLANCARD, G.; MONJON, S. Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. **Business Ethics: A European Review**, v. 21, p. 239-250, 2012.
- CARROLL, A.B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **Academy of Management Review**, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.
- CARROLL, A.B. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.
- CARVALHO, L.N.; KASSAI, J.R. Relato Integrado. In FONTES FILHO, Joaquim Rubens; LEAL, Ricardo Pereira Câmara (Org.). **O futuro da governança corporativa: desafios e fronteiras**. São Paulo: Saint Paul, 2013. cap. 10, p. 171-192.
- CHAMBERS, E.; CHAPPLE, W.; MOON, J.; SULLIVAN, M. CSR in Asia: A seven country study of CSR Website reporting. Nottingham, UK: International Center for Corporate Social Responsibility, 2003.
- CHAND, M. The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition. **The Business Review**, v. 5, n. 1, p 240-245, 2006.
- CHARLO, M.J.; MOYA, I.; MUÑOZ, A.M. Sustainable Development and Corporate Financial Performance: A Study Based on the FTSE4Good IBEX Index. **Business Strategy and Environment**, v. 24, p. 277-288, 2015.

CHATTERJI, A.; LEVINE, D. Breaking Down the Wall of Codes: Evaluating Non-Financial Performance Measurement. **California Management Review**, n. 48, v. 2, p. 29-51, 2006.

CHATTERJI, A.; LEVINE, D.; TOFFEL, M. How well do social ratings actually measure corporate social responsibility ? **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 18, n. 1, p. 125-169, 2009.

CHEN, J.C.; PATTEN, D.M.; ROBERTS, R.W. Corporate charitable contributions: a corporate social performance or legitimacy strategy? **Journal of Business Ethics**, v. 82, n. 1, p. 131-144, 2008.

CHENG, B.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. Corporate social responsibility and access to finance. **Strategic Management Journal**, n. 35, p. 1-23, 2014.

CHETTY, S.; NAIDOO, R.; SEETHARAM, Y. The impact of corporate social responsibility in firms' financial performance in South Africa. **Contemporary Economics**, v. 9, n. 2, p. 193-214, 2015.

CHO, C.H.; GUIDRY, R.P.; HAGEMAN, A.M.; PATTEN, D.M. Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. **Accounting, Organizations and Society**, v. 37, n. 1, p. 14-25, 2012.

CHOI, J.S.; KWAK, Y.M.; CHOE, C. Corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. **Australian Journal of Management**, v. 35, n. 3, p. 291-311, 2010.

CLARKSON, P.; LI, Y.; RICHARDSON, G.; VASVARI, F. Does it really pay to be green? Determinants and consequences of proactive environmental strategies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, p. 12-144, 2011.

COCHRAN, P. L.; WOOD, R. A. Corporate social responsibility and financial performance. **Academy of Management Journal**, v. 27, p. 42-56, 1984.

CORNELL, B.; SHAPIRO, A.C. Corporate stakeholders and corporate finance. **Financial Management**, v. 16, n. 1, p. 5-14, 1987.

CORRAR, L.J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J.M. (Coord.). **Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2009. 541 p.

CRISÓSTOMO, V.L.; FREIRE, F.S.; VASCONCELLOS, F.C. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. **Social Responsibility Journal**, v. 7, n. 2, p. 295-309, 2011.

DAVENPORT, K. Corporate citizenship: a stakeholder approach for defining corporate social performance and identifying measures for assessing it. **Business & Society**, v. 39, n. 2, p. 210-219, 2000.

DEEGAN, C.; GORDON, B. A study of environmental disclosure practices of Australian corporations. **Accounting and Business Research**, v. 26, p. 187-199, 1996.

DeLEON, P.; RIVERA, J.E.; MANDERINO, L. **Voluntary Environment Program: an introduction. In: Voluntary Environment Program: a policy perspective**. Lexington Books, 2010.

DELMAS, M.; MONTIEL, I. The Diffusion of Voluntary International Management Standards: Responsible Care, ISO 9000, and ISO 14001 in the Chemical Industry. **Policy Studies Journal**, v. 36, p. 65-93, 2008.

DHALIWAL, D.S.; LI, O.Z.; TSANG A.; YANG, Y.G. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting. **American Accounting Association**, v. 86, n.1, p. 59-100, 2011.

DIMAGGIO, P; POWELL, W. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.

DOBERS, P.; HALME, M. Corporate social responsibility and developing countries. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 16, p. 237-249, 2009.

DOH, J.P; HOWTON, S.D; HOWTON, S.W; SIEGEL, D.S. Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. **Journal of Management**, v. 36, n. 6, p.1461-1485, 2010.

DONALDSON, T.; DUNFEE, T.W. Towards a unified conception of business ethics: integrative social contracts theory. **Academy of Management Review**, v. 19, p. 252-284, 1994.

DYLLICK, T.; HOCKERTS, K. Beyond the business case for corporate sustainability. **Business Strategy and the Environment**, v. 11, n. 2, p. 130-141, 2002.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The impact of a culture of corporate sustainability on corporate behavior and performance, Working Paper 12-35, Cambridge, MA: Harvard Business School, 2011.

EISENHARDT, K.M.; MARTIN, J.A. Dynamic capabilities: what are they? **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 1105-1121, 2000.

EISNER, M.A. Corporate environmentalism, regulatory reform, and industry self-regulation. **Governance**, v. 17, p. 145-167, 2004.

ENDRIKAT, J., GUENTHER, E.; HOPPE, H. Making sense of conflicting empirical findings: a meta analytical review of the relationship between corporate environmental and financial performance. **European Management Journal**, v. 32, n. 5, p.735-751, 2014.

EPSTEIN, M.J.; BUHOVAC, A.R. **Making sustainability work: Best practices in managing and measuring corporate social, environmental, and economic impacts**. California: Greenleaf, 2014

- FABIG, H.; BOELE, R. The Changing Nature of NGO Activity in a Globalising World: pushing the corporate responsibility agenda. **IDS Bulletin**, v. 30, n. 3, p. 58-67, 1999.
- FACHIN, R.; MENDONÇA, J. **O conceito de profissionalização e da teoria institucional**. In: Vieira, M; Carvalho, C. (Org.). Organizações, instituições e poder no Brasil. Rio de Janeiro: FGV, 2003.
- FÁVERO, L.P. **Análise de dados: modelos de regressão com Excel, Stata e SPSS**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. 504 p
- FOWLER, S.J.; HOPE, C. A critical review of sustainable business indices and their impact. **Journal of Business Ethics**, v. 76, n. 3, p. 243-252, 2007.
- FREEMAN, I.; HASNOUI, A. The Meaning of Corporate Social Responsibility: the vision of four nations. **Journal of Business Ethics**, v. 100, n. 3, p. 419-443, 2011.
- FREEMAN, R. E. **Strategic management: a stakeholder theory**. London: Pitman Publishing, 1984.
- FREEMAN, R. E.; HARRISON, J.; WICKS, A.; PARMAR, B.; COLLE, S. **Stakeholder theory: the state of the art**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
- FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. **New York Times Magazine**, 13 set. 1970.
- FRYNAS, J.G. The false developmental promise of corporate social responsibility: Evidence from multinational oil companies. **International affairs**, v. 81, n. 3, p. 581-598, 2005.
- FUJIHARA, H.M.L.; SILVA, E.; BERTOLINI, G.R.F. A produção científica internacional sobre a aplicação da Hipótese de Porter. In. SIMPÓSIO INTERNACIONAL DE GESTÃO DE PROJETOS, INOVAÇÃO E SUSTENTABILIDADE, 5., 2016, São Paulo. Anais eletrônicos... São Paulo. SINGEP, 2016. Disponível em <http://singep.org.br/anais-do-v-singep>. Acesso em 15/04/2017.
- GARCIA, A.; MENDES-DA-SILVA, W.; ORSATO, R. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. **Journal of Cleaner Production**, v. 150, p. 135-147, 2017.
- GRAVES, S. B.; WADDOCK, S. A. Institutional owners and corporate social performance. **Academy of Management Journal**, v. 37, p. 1034-1046, 1994.
- GREENING, D.W.; TURBAN, D.B. Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce. **Business & Society**, v. 39, p. 254-280, 2000.
- GREENWOOD, R.; SUDDABY, R.; HININGS, C. Theorizing change the role of professional associations in the transformation of institutionalized fields. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 1, p. 58-80, 2002.

GRIFFIN, J. J.; MAHON, J. F. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. **Business & Society**, v. 36, n. 1, p. 5-31, 1997.

GROSSMAN, W.; HOSKISSON, E.E. CEO pay at the crossroads of Wall Street and Main: Toward the strategic design of executive compensation. **Academy of Management Executive**, v. 12, n. 1, p. 43-57, 1998.

HALME, M.; ROOME, N.; DOBERS, P. Corporate responsibility: Reflections on context and consequences. **Scandinavian Journal of Management**, v. 25, p. 1-9, 2009.

HALT, S.; MILSTEIN, M. Global Sustainability and the Creative Destruction of Industries. **Sloan Management Review**, v. 41, n. 1, p. 23-33, 1999.

HART, S. **O capitalismo na encruzilhada: as inúmeras oportunidades de negócios na solução dos problemas mais difíceis do mundo**. Porto Alegre: Artmed, 2006.

HART, S.. A natural-resource-based view of the firm. **Academy Management Review**, v. 20, p. 986-1014, 1995.

HART, S.; DOWELL, G. A natural-resource-based view of the firm: 15 years after. **Journal of Management**, v. 37, p.1464-1479, 2011.

HASSELBLADH, H.; KALLINIKOS, J. The project of rationalization: A critique and reappraisal of neo-institutionalism in organization studies. **Organization Studies**, v. 21, p. 697-720, 2000.

HILL, C.; JONES, G. **Strategic management theory: an integrated approach**. 9. ed. Ohio: South-Western Cengage Learning, 2010.

HILLMAN, A. J.; KEIM, G. D. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 2, p. 125-139, 2001.

HILSON, G. Corporate Social Responsibility in the extractive industries: Experiences from developing countries. **Resources Policy**, v. 37, n. 2, p. 131-137, 2012.

HOFFMAN, A. Institutional evolution and change: environmentalism and the U.S. chemical industry. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 4, p. 351-371, 1999.

HONG, H.; KACPERCZYK, M. The price of sin: The effects of social norms on markets. **Journal of Financial Economics**, v. 93, p. 15-36, 2009.

HOSKISSON, R.E.; EDEN, L.; LAU, C.M.; WRIGHT, M. Strategy in emerging economies. **Academy of management journal**, v. 43, n. 3, p. 249-267, 2000.

HSIAO, C. **Analysis of Panel Data**. Cambridge University Press, NY, 2005

HUSTED, B.W. A contingency theory of corporate social performance. **Business & Society**, v. 39, n. 1, p. 24-48, 2000.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting, Harvard Business School, Working Paper 11-100, 2011.

JAMALI, D.; KARAM, C. Corporate Social Responsibility in Developing Countries as an Emerging Field of Study. **International Journal of Management Reviews**, v. 00, p.1-30, 2016.

JENSEN, M.C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Business Ethics Quarterly**, v.12, n. 2, p. 235-256, 2002.

JO, H.; NA, H. Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors. **Journal of Business Ethics**, v. 110, n. 4, p. 441-456, 2012.

JULIAN, S.D.; OFORI-DANKWA, J.C. Financial resource availability and corporate social responsibility expenditures in a sub-Saharan economy: The institutional difference hypothesis. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 11, p. 1314-1330, 2013.

KANG, N.; MOON, J. Institutional Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: A Comparative Institutional Analysis of Three Capitalisms. **Socio-Economic Review**, v. 10, p. 85-108, 2012.

KAPOOR, S.; SHANDHU, H.S. Does it pay to be socially responsible? An empirical examination of impact of corporate social responsibility on financial performance. **Global Business Review**, v. 11, n. 2, p. 185-208, 2010.

KARAGIORGO, T. Corporate Social Responsibility and Financial Performance - an empirical analysis on Greek companies. **European Research Studies**, v. XIII, n. 4, 2010.

KARKOTLI, G. **Responsabilidade Social Empresarial**. Petropolis: Vozes, 2006.

KIERNAN, P. Samarco warned of problems at dam, engineer says. **The Wall Street Journal**. Retrieved from <http://on.wsj.com/1Q7D2AK>, 2016

KILIAN, T.; HENNIGS, N. Corporate social responsibility and environmental reporting in controversial industries. **European Business Review**, v. 26, n. 1, p. 79-101, 2014.

KING, A; LENOX, M. Industry self-regulation without sanctions: the chemical Industry's Responsible Care Program. **The Academy of Management Journal**, v. 43, n. 4, p. 698-716, 2000.

KOLLMAN, K.; PRAKASH, A. Green by choice? Cross-national variations in firms' responses to EMS-based environmental regimes. **World Politics**, v. 53, p. 399-430, 2001.

LAASCH, O.; CONAWAY, R.N. **Principles of Responsible Management: Global Sustainability, Responsibility, and Ethics**. Stanford, CT: Cengage Learning, 2015. 558 p.

LACY, P.; COOPER, T.; HAYWARD, R.; NEUBERGER, L. A new era of sustainability: UN Global Compact – Accenture CEO study 2010.
<http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/> . Accessed 16 July 2015.

LAM, S.; JACOB, G. H.; YEE, A. T. S. Socially responsible investment styles: equity risk, return and valuation. Working paper, National University of Singapore. 2012. http://www.cbern.ca/UserFiles/Servers/Server_625664/Image/CBERN%20Events/PRI2012/Papers/Jacob.pdf. Accessed, 19 Sep 2016.

LEE, D. D.; FAFF, R. W. Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: a global perspective. **Financial Review**, v. 44, p. 213-237, 2009.

LIN, C.S; CHANG, R.Y.; DANG, V.T. An Integrated Model to Explain How Corporate Social Responsibility Affects Corporate Financial Performance. **Sustainability**, v. 7, n. 7, p. 8292-8311, 2015.

LINDORFF, M.; PRIOR JONSON, E; MCGUIRE, L. Strategic Corporate Social Responsibility in Controversial Industry Sectors: The Social Value of Harm Minimization. **Journal of Business Ethics**, v. 110, n. 4, p. 457-467, 2012.

LONDON, T.; HART, S.L. Reinventing Strategies for Emerging Markets: Beyond the Transnational Model. **Journal of International Business Studies**, v. 35, p. 350-370, 2004.

LONGSWORTH, A.; DORAN, H.; WEBBER, J. Sustainability executive: profile and progress. PriceWaterhouseCoopers, 2012.

LÓPEZ, M. V.; GARCIA, A.; RODRIGUEZ, L. Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. **Journal of Business Ethics**, v. 75, n. 3, p. 285-300, 2007.

LU, W.; CHAU, K.W.; WANG, H.; PAN, W. A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011. **Journal of Cleaner Production**, v. 79, p. 195-206, 2014.

MACHADO-DA-SILVA, C. L.; GONÇALVES, S. A. **Nota Técnica: a teoria institucional**. In: CLEGG, Stewart; HARDY, Cynthia; NORD, Walter (Org.). Handbook de estudos organizacionais: modelos de análise e novas questões em estudos organizacionais. São Paulo: Atlas, 1999.

MAKHIIJA, M. Comparing the resource- based and market- based views of the firm: empirical evidence from Czech privatization. **Strategic management journal**, v. 24, n. 5, p. 433-451, 2003.

MALIK, M. Value-enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature. **Journal of Business Ethics**, v. 127, n. 2, p. 419-438, 2015.

MARGOLIS, J.; ELFENBEIN, H.; WALSH, J. Does It Pay to Be Good...and does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance, Working Paper, Harvard Business School, 2009.

MARGOLIS, J.; WALSH, J. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. **Administrative Science Quarterly**, v. 48, p. 268-305, 2003.

MARREWIJK, M.V. Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: between agency and communion. **Journal of Business Ethics**, v. 44, p. 95-105, 2003.

MARTÍNEZ-FERRERO, J., FRÍAS-ACEITUNO, J.V. Relationship between Sustainable Development and Financial Performance: International Empirical Research. **Business Strategy and Environment**, v. 24, p. 20-39, 2013.

MATTEN, D.; MOON, J. Implicit and explicit CSR: a conceptual framework for a comparative understanding Corporate Social Responsibility. **Academy of Management Review**, v. 33, n. 2, p. 404-424, 2008.

MATTLI, W.; BUTHE, T. Setting international standards. **World Politics**, v. 56, p.1-42, 2003.

MAY, P.H. **Economia do meio ambiente: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

MCGUIRE, J. B; SUNDGREN, A.; SCHNEEWEIS, T. Corporate social responsibility and financial performance. **Academy of Management Journal**, v. 31, n. 4, 1988.

MCKINSEY. Global Investor Opinion Survey: Key Findings. Global Corporate Governance Forum, July, 2002.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 603-609, 2001.

MENDES-DA-SILVA, W.; ONUSIC, L. M. Corporate e-disclosure determinants: evidence from the Brazilian market. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 11, n. 1, p. 54-73, 2014.

MEYER, J. W; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MICHAEL, A.E. The importance of corporate social performance. In STACHOWICZ-STANUSCH, A. **Corporate Social Performance: paradoxes, pitfalls, and pathways to the better world**. Charlotte, NC: IAP, 2015. 301 p.

MILLER, K.; SERAFEIM, G. Chief Sustainability Officers: Who are they and what do they do? Working Paper, Harvard Business School, 2014.

MOON, S.; DeLEON, P. Contexts and Corporate Voluntary Environmental Behaviors. **Organization & Environment**, v. 20, n. 4, p. 480-496, 2007.

MOON, S.; BAE, S.; JEONG, M. G. Corporate Sustainability and Economic Performance: an Empirical Analysis of a Voluntary Environmental Program in the USA, **Business Strategy and Environment**, v. 23, 2014.

MOORE, G. Corporate social and financial performance: An investigation in the UK supermarket industry. **Journal of Business Ethics**, v. 34, p. 299-315, 2001.

- MORI JUNIOR, R.; BEST, P.; COTTER, J. Sustainability Reporting and Assurance: A Historical Analysis on a World-Wide Phenomenon. **Journal of Business Ethics**, v. 120, p.1-11, 2014.
- MOURA-LEITE, R.C.; PADGETT, R.C.; GALÁN, J.I. Stakeholder management and nonparticipation in controversial business. **Business & Society**, v. 53, n. 1, p. 45-70, 2014.
- MURPHY, D.; MCGRATH, D. ESG reporting - class actions, deterrence, and avoidance. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**. v. 4, n. 2, p. 216-235, 2013.
- NELLING, E.; WEBB, E. Corporate social responsibility and financial performance: the “virtuous circle” revisited. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v.32, n. 2, p. 197-209, 2009.
- OFORI, D.F.; HINSON, R.E. Corporate social responsibility (CSR) perspectives of leading firms in Ghana. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 7, n. 2, p. 178-193, 2007.
- ORLITZKY, M.; BENJAMIN, J. D. Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review. **Business & Society**, v. 40, n. 4, p. 369-396, 2001.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F.; RYNES, S. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. **Organization Studies**, v. 24, n. 3, p. 403-441, 2003.
- ORSATO, R. **Sustainability Strategies: When Does it Pay to be Green?** UK: Palgrave Macmillan, 2009.
- ORSATO, R.; GARCIA, A.; MENDES-DA-SILVA, W.; SIMONETTI, R.; MONZONI, M. Sustainability indexes: why join in? A study of the ‘Corporate Sustainability Index (ISE)’ in Brazil. **Journal of Cleaner Production**, v. 96, p. 161-170, 2015.
- ORTAS, E.; BURRITT, R.L.; MONEVA, J.M. Socially Responsible Investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good?. **Journal of Cleaner Production**, v. 52, p. 272-280, 2013.
- OSEI, K. Analysis of factors affecting the development of an emerging capital market: The case of the Ghana stock market. **African economic research consortium**, v, 76, 1998.
- PATTEN, D. The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note. **Accounting, Organizations and Society**, v. 27, p. 763-773, 2002.
- PELOZA, J. The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance. **Journal of Management**, v. 35, n. 6, p. 1518-1541, 2009.
- PORTER, M.; KRAMER, M. Strategy and Society - The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility, **Harvard Business Review**, December-2006.

PORTER, M.; KRAMER, M. The big idea: Creating Shared Value. **Harvard Business Review**, v. 89, p. 62-77, Jan/Feb-2011.

PORTER, M.; VAN DER LINDE, C. Green and Competitive: Ending the Stalemate. The **Harvard Business Review**, v. 73, p. 120-134, 1995.

POTOSKI, M.; PRAKASH, A. Green Clubs: Collective Action and Voluntary Environmental Programs. **Annual Review Political Science**, v. 16, p.399-419, 2013.

PRAHALAD, C. K. **A riqueza na base da pirâmide: erradicando a pobreza com o lucro**. Porto Alegre: Artmed, 2010.

PRAKASH, A.; POTOSKI, M. Collective Action through Voluntary Environmental Programs: A Club Theory Perspective. **The Policy Studies Journal**, v. 35, n. 4, 2007.

PRAKASH, A; POTOSKI, M. Voluntary Environmental Programs: A Comparative Perspective. **Journal of Policy Analysis and Management**, v. 31, n. 1, p.123-138, 2012.

PRATES, T.; SERRA, M. Os impactos da regulação ambiental na inovação: algumas considerações. **ECONOMIA & TECNOLOGIA**, v.8, p. 129-136, 2007.

PRESTON, L.E.; O'BANNON, D.P. The corporate social-financial performance relationship: a typology and analysis. **Business & Society**, v. 36, n. 4, p. 419-429, 1997.

RAHDARI, A.H. Developing a fuzzy corporate performance rating system: a petrochemical industry case study. **Journal of Cleaner Production**, v. 131, p. 421-434, 2016.

RAHDARI, A.H.; ROSTAMY, A.A. Designing a general set of sustainability indicators at the corporate level. **Journal of Cleaner Production**, v. 108, p. 757-771, 2015.

RAMASAMY, B.; TING, H.W.; YEUNG, M.C. Does it pay to be good in developing countries? The relationship between CSR and financial performance in Malaysia. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 3, n. 1, p. 21-36, 2007.

REES, B.; MACKENZIE, C. Corporate Social Responsibility and the Open Society. Working Paper, The University of Edinburgh Business School, p. 1-44, 2011.

RETTAB, B.; BRIK, A.B.; MELLAHI, K. A study of management perceptions of the impact of corporate social responsibility on organizational performance in emerging economies: the case of Dubai. **Journal of Business Ethics**, v. 89, n. 3, p. 371-390, 2009.

RICHARDSON, A. J.; WELKER, M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. **Accounting, Organizations and Society**, v. 26, p. 597-916, 2001.

ROBERTSON, C.J.; CRITTENDEN, W.F. Mapping moral philosophies: Strategic implications for multinational firms. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 4, p. 385-392, 2003.

ROBERTSON, D.C. Corporate social responsibility and different stages of economic development: Singapore, Turkey, and Ethiopia. **Journal of Business Ethics**, v. 88, p. 617-633, 2009.

RODRIGO, P.; DURAN, I.J.; ARENAS, D. Does it really pay to be good, everywhere? A first step to understand the corporate social and financial performance link in Latin American controversial industries. **Business Ethics: A European Review**, v. 25, n. 3, p. 286-309, 2016.

ROMAN, R.M.; HAYIBOR, S.; AGLE, B.R. The relationship between social and financial performance: Repainting a portrait. **Business & Society**, v. 38, n. 1, p. 109-125, 1999.

ROSCOE, D. D.; JENKINS, S. A Meta-Analysis of Campaign Contributions' Impact on Roll Call Voting. **Social Science Quarterly**, v. 86, n. 1, p. 52-68, 2005.

ROWLEY, T.; BERMAN, S. A brand new brand of corporate social performance. **Business & society**, v. 39, n. 4, p. 397-418, 2000.

RUF, B.M.; MURALIDHAR, K.; BROWN, R.M.; JANNEY, J.J.; PAUL, K. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. **Journal of Business Ethics**, v. 32, p. 143-156, 2001.

SACHS, J. **A riqueza de todos: a construção de uma economia sustentável em um planeta superpovoado, poluído e pobre**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2008.

SACHS, W. **Planet dialectics: explorations in environment and development**. London: Zed Books, 1999.

SALZMANN, O.; IONESCU-SOMERS, A.; STEGER, U. The business case for corporate sustainability: literature review and research options. **European Management Journal**, v. 23, n. 1, p. 27-36, 2005.

SCHARFSTEIN, D.S.; STEIN, J.C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment. **Journal of Finance**, v. 55, n. 6, p. 2537-2564, 2000.

SCOTT, W. R.; MEYER, J. **The organization of societal sectors: propositions and early evidence**. POWELL, W.W.; DiMAGGIO, P. J. (Org.). The new institutionalism in organizational analysis. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

SHARFMAN, M.; FERNANDO, C. Environmental risk management and the cost of capital. **Strategic Management Journal**, v. 29, n. 6, p. 569-592, 2008.

SHARMA S; VREDENBURG, H. Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities. **Strategic Management Journal**, v. 19, n. 8, p. 729-753, 1998.

SHEN, C.H.; CHANG, Y. Ambition versus conscience, does corporate social responsibility pay off? The application of matching methods. **Journal of Business Ethics**, v. 88, p. 133-153, 2009.

SINCLAIR-DESGAGNÉ, B.; GOZLAN, E. A theory of environmental risk disclosure. **Journal of Environmental Economics and Management**, v. 45, p. 377-393, 2003.

SLAGER, R. SRI Indices and Responsible Corporate Behavior: A Study of the FTSE4Good Index. **Business & Society**, v. 54, n. 3, p. 386-405, 2015.

STERNBERG, E. The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine. Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper n. 4, Nov. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263144>>. Acesso: em 21 de jan. 2017.

STREZOV, V., EVANS, A., EVANS, T. Defining sustainability indicators of iron and steel production. **Journal of Cleaner Production**, v. 51, p. 66-70, 2013.

SUNDARAM, A.K.; INKPEN, A.C. The corporate objective revisited'. **Organization Science**, v. 15, n. 3, p. 350-363, 2004.

SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A; WADDOCK, S. Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. **Strategic Management Journal**, v. 31, p. 463-490, 2010.

TENÓRIO, F.G. **Responsabilidade social empresarial: teoria e prática**. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2006. 259 p

TOLBERT, P. S.; ZUCKER, L. G. **A institucionalização da teoria institucional**. In: CLEGG, Stewart; HARDY, Cynthia; NORD, Walter (Org.). **Handbook de estudos organizacionais: modelos de análise e novas questões em estudos organizacionais**. São Paulo: Atlas, 1999.

TYAGI, R.; SHARMA, A.K. Corporate social performance and corporate financial performance: A link for the Indian firms. **Issues in Social and Environmental Accounting**, v. 7, n. 1, p. 4-29, 2013.

ULLMANN, A. A. Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms. **Academy of Management Review**, v. 10, n. 3, p. 540-557, 1985.

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. The UN Global Compact-Accenture CEO Study on Sustainability 2013, September/2013.

VAN DER PLOEG, F. Natural resources: Curse or blessing? **Journal of Economic Literature**, v. 49, n. 2, p. 366-420, 2011.

VILLARD, A., LELAH, A., BRISSAUD, D. Drawing a chip environmental profile: environmental indicators for the semiconductor industry. **Journal Cleaner Production**, v. 86, p. 98-109, 2015.

VISSER, W. CSR 2.0: The Evolution and Revolution of Corporate Social Responsibility. In Pohl, M.; Tolhurst, N. **Responsible Business: How to Manage a CSR Strategy Successfully**. Wiley, 2010. cap. 21

VOGEL, D. **The market for virtue: the potential and limits of corporate social responsibility**. Brookings Institution Press, Washington, D.C., 2005.

WADDELL, S. New institutions for the practice of corporate citizenship: Historical, intersectoral, and developmental perspectives. **Business and Society Review**, v. 105, n. 1, p. 107-126, 2000.

WADDOCK, S. A. Building a new institutional infrastructure for corporate responsibility. **Academy of Management Perspectives**, August/2008.

WADDOCK, S.; GRAVES, S. B. The Corporate Social Performance - Financial Performance Link. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 4, p. 303-319, 1997.

WAHBA, H. Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 15, n. 2, p. 89-99, 2008.

WALLER, D.S.; FAM, K.; ZAFER-ERDOGAN, B. Advertising of controversial products: a cross-cultural study. **Journal of Consumer Marketing**, v. 22, n. 1, p. 6-13, 2005.

WEBER, J.; MARLEY, K. A. In search of stakeholder salience: exploring corporate social and sustainability reports. **Business & Society**, v. 51, n. 4, p. 626-649, 2012.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. 4. ed. São Paulo: CENGAGE Learning, 2010. 701 p.

WU, M.L. Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: A meta-analysis. **Journal of American Academy of Business**, v. 8, n. 1, p. 163-171, 2006.

ZADEK, S.; GRAY, R.; DEY, C.; OWEN, D.; EVANS, R. Struggling with the praxis of social accounting: Stakeholders, accountability, audits and procedures. **AAAJ-Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 10, n.3, p. 325-364, 1997.

ANEXOS

Anexo I – Lista dos indicadores ESG – ThomsonReuters Asset4 Indicators

I. Environmental Pillar

Definition

The environmental pillar measures a company's impact on living and non-living natural systems, including the air, land and water, as well as complete ecosystems. It reflects how well a company uses best management practices to avoid environmental risks and capitalize on environmental opportunities in order to generate long-term shareholder value.

1. Resource Reduction

The resource reduction category measures a company's management commitment and effectiveness towards achieving an efficient use of natural resources in the production process. It reflects a company's capacity to reduce the use of materials, energy or water, and to find more eco-efficient solutions by improving supply chain management.

Outcome:

- i. Materials Recycled and Reused Ratio
- ii. Toxic Chemicals
- iii. Energy Use
- iv. Cement Energy Use
- v. Renewable Energy Use
- vi. Green Buildings
- vii. Energy Efficiency Initiatives
- viii. Water Use
- ix. Water Recycling
- x. Environmental Supply Chain Management
- xi. Land Use

2. Emission Reduction

The emission reduction category measures a company's management commitment and effectiveness towards reducing environmental emission in the production and operational processes. It reflects a company's capacity to reduce air emissions (greenhouse gases, F-gases, ozone-depleting substances, NOx and SOx, etc.), waste, hazardous waste, water discharges, spills or its impacts on biodiversity and to partner with environmental organisations to reduce the environmental impact of the company in the local or broader community.

Outcome:

- i. Biodiversity Impact
- ii. Biodiversity Controversies
- iii. Greenhouse Gas Emissions
- iv. Cement CO₂ Emissions
- v. CO₂ Reduction
- vi. F-Gases Emissions
- vii. Ozone-Depleting Substances
- viii. NO_x and SO_x Emissions
- ix. VOC or Particulate Matter Emissions
- x. Waste
- xi. Waste Recycling Ratio
- xii. Hazardous Waste
- xiii. Discharge into Water System
- xiv. Waste Reduction
- xv. Innovative Production
- xvi. Environmental Partnerships
- xvii. Environmental Quality Management
- xviii. Environmental Citizenship
- xix. Sustainable Transportation
- xx. Spills and Polluting Controversies
- xxi. Spill Impact Reduction
- xxii. Commercial Risks and/or Opportunities Due to Climate Change
- xxiii. Environmental Compliance
- xxiv. Environmental Expenditures

3. Product Innovation

The product innovation category measures a company's management commitment and effectiveness towards supporting the research and development of eco-efficient products or services. It reflects a company's capacity to reduce the environmental costs and burdens for its customers, and thereby creating new market opportunities through new environmental technologies and processes or eco-designed, dematerialized products with extended durability.

Outcome:

- i. Environmental Products
- ii. Energy Footprint
- iii. Environmental R&D Expenditures
- iv. Environmental R&D
- v. Noise Reduction
- vi. Hybrid Cars
- vii. Renewable/Clean Energy Products
- viii. Water Technologies
- ix. Environmental Asset Management

- x. Environmental Project Financing
- xi. Renewable Energy Supply
- xii. Liquefied Natural Gas
- xiii. Eco-Design Products
- xiv. Labelled Wood
- xv. Organic Products
- xvi. Product Impact Minimization
- xvii. GMO Free
- xviii. Sustainable Building Products
- xix. Animal Testing
- xx. Environmental Labels and Awards
- xxi. Harmful Products

II. Social Pillar

Definition

The social pillar measures a company's capacity to generate trust and loyalty with its workforce, customers and society, through its use of best management practices. It is a reflection of the company's reputation and the health of its license to operate, which are key factors in determining its ability to generate long-term shareholder value.

1. Workforce / Employment Quality

The workforce / employment quality category measures a company's management commitment and effectiveness towards providing high-quality employment benefits and job conditions. It reflects a company's capacity to increase its workforce loyalty and productivity by distributing rewarding and fair employment benefits, and by focusing on long-term employment growth and stability by promoting from within, avoiding lay-offs and maintaining relations with trade unions.

Outcome:

- i. Salaries
- ii. Salaries Distribution
- iii. Bonus Plan
- iv. Benefits
- v. Employment Awards
- vi. Salary Gap
- vii. Trade Unions
- viii. Net Employment Creation
- ix. Personnel Turnover
- x. Announced Lay-offs
- xi. Key Management Departures
- xii. Strikes
- xiii. Wages or Working Condition Controversies

2. Workforce / Health & Safety

The workforce / health & safety category measures a company's management commitment and effectiveness towards providing a healthy and safe workplace. It reflects a company's capacity to increase its workforce loyalty and productivity by integrating into its day-to-day operations a concern for the physical and mental health, well being and stress level of all employees.

Outcome:

- i. Injuries
- ii. Lost Days
- iii. HIV-AIDS Programme
- iv. Health and Safety Controversies
- v. Health and Safety Compliance

3. Workforce / Training and Development

The workforce / training and development category measures a company's management commitment and effective-ness towards providing training and development (education) for its workforce. It reflects a company's capacity to increase its intellectual capital, workforce loyalty and productivity by developing the workforce's skills, competences, employability and careers in an entrepreneurial environment.

Outcome:

- i. Training Hours
- ii. Training Costs
- iii. Internal Promotion
- iv. Management Training
- v. Development
- vi. Supplier ESG Training

4. Workforce / Diversity and Opportunity

The workforce / diversity and opportunity category measures a company's management commitment and effective-ness towards maintaining diversity and equal opportunities in its workforce. It reflects a company's capacity to increase its workforce loyalty and productivity by promoting an effective life-work balance, a family friendly environment and equal opportunities regardless of gender, age, ethnicity, religion or sexual orientation.

Outcome:

- i. Female Male Ratio
- ii. Management Equal Opportunity
- iii. Work-Life Balance
- iv. Family Friendly
- v. Diversity Controversies

vi. Diversity Compliance

5. Society / Human Rights

The society / human rights category measures a company's management commitment and effectiveness towards respecting the fundamental human rights conventions. It reflects a company's capacity to maintain its license to operate by guaranteeing the freedom of association and excluding child, forced or compulsory labour.

Outcome:

- i. Suppliers Social Impact
- ii. Freedom of Association Controversies
- iii. Child Labour Controversies
- iv. Human Rights Controversies

6. Society / Community

The society / community category measures a company's management commitment and effectiveness towards maintaining the company's reputation within the general community (local, national and global). It reflects a company's capacity to maintain its license to operate by being a good citizen (donations of cash, goods or staff time, etc.), protecting public health (avoidance of industrial accidents, etc.) and respecting business ethics (avoiding bribery and corruption, etc.).

Outcome:

- i. Donations in Cash
- ii. Donations in General
- iii. Income Taxes
- iv. Awards
- v. Diseases of the Developing World
- vi. Critical Countries - Indigenous People Controversies
- vii. Patent Infringement
- viii. Crisis Management
- ix. Public Health Controversies
- x. Bribery, Corruption and Fraud Controversies
- xi. Business Ethics Compliance

7. Customer / Product Responsibility

The customer / product responsibility category measures a company's management commitment and effectiveness towards creating value-added products and services upholding the customer's security. It reflects a company's capacity to maintain its license to operate by producing quality goods and services integrating the customer's health and safety, and preserving its integrity and privacy also through accurate product information and labelling.

Outcome:

- i. Quality Management
- ii. Product Access
- iii. Access to Medicine
- iv. Social Labels and Awards
- v. Sustainable Consumption
- vi. Clinical Trials and Research Guidelines
- vii. Retailing Responsibility
- viii. Social Exclusion Controversies
- ix. Excessive Consumption Controversies
- x. Responsible Asset Management
- xi. Customer Controversies
- xii. Product Compliance
- xiii. Warning Letters
- xiv. Drug Delay
- xv. Product Recalls / Withdrawals

III. Corporate Governance Pillar

Definition

The corporate governance pillar measures a company's systems and processes, which ensure that its board members and executives act in the best interests of its long-term shareholders. It reflects a company's capacity, through its use of best management practices, to direct and control its rights and responsibilities through the creation of incentives, as well as checks and balances in order to generate long-term shareholder value.

1. Board of Directors / Board Structure

The board of directors / board structure category measures a company's management commitment and effectiveness towards following best practice corporate governance principles related to a well-balanced membership of the board. It reflects a company's capacity to ensure a critical exchange of ideas and an independent decision-making process through an experienced, diverse and independent board.

Outcome:

- i. Size of Board
- ii. Background and Skills
- iii. Board Diversity
- iv. Specific Skills
- v. Experienced Board
- vi. Non-Executive Board Members
- vii. Percentage of Independent Board Members
- viii. Strictly Independent Board Members
- ix. CEO – Chairman Separation

- x. Mandates Limitation
- xi. Board Member Mandates
- xii. Individual Reelection
- xiii. Team Duration

2. Board of Directors / Compensation Policy

The board of directors / compensation policy category measures a company's management commitment and effectiveness towards following best practice corporate governance principles related to competitive and proportionate management compensation. It reflects a company's capacity to attract and retain executives and board members with the necessary skills by linking their compensation to individual or company-wide financial or extra-financial targets.

Outcome:

- i. Individual Compensation
- ii. Highest Remuneration Package
- iii. Board Member Compensation
- iv. Remuneration Structure
- v. Stock Option Program
- vi. Stock Compensation
- vii. Long-Term Objectives
- viii. Compensation Controversies
- ix. Sustainability Compensation Incentives

3. Board of Directors / Board Functions

The board of directors / board functions category measures a company's management commitment and effectiveness towards following best practice corporate governance principles related to board activities and functions. It reflects a company's capacity to have an effective board by setting up the essential board committees with allocated tasks and responsibilities.

Outcome:

- i. Audit Committee Independence
- ii. Audit Committee Management Independence
- iii. Audit Committee Expertise
- iv. Compensation Committee Independence
- v. Compensation Committee Management Independence
- vi. Nomination Committee Independence
- vii. Nomination Committee Management Independence
- viii. Nomination Committee Processes
- ix. Nomination Committee Involvement
- x. Board Meetings
- xi. Board Attendance

4. Shareholders / Shareholder Rights

The shareholders / shareholder rights category measures a company's management commitment and effectiveness towards following best practice corporate governance principles related to a shareholder policy and equal treatment of shareholders. It reflects a company's capacity to be attractive to minority shareholders by ensuring them equal rights and privileges and by limiting the use of anti-takeover devices.

Outcome:

- i. Share Structure
- ii. Voting Rights
- iii. Majority Shareholders
- iv. Corporate Governance Report
- v. Ownership
- vi. Anti-takeover Devices
- vii. Shareholder Controversies

5. Integration / Vision and Strategy

The integration / vision and strategy category measures a company's management commitment and effectiveness towards the creation of an overarching vision and strategy integrating financial and extra-financial aspects. It reflects a company's capacity to convincingly show and communicate that it integrates the economic (financial), social and environmental dimensions into its day-to-day decision-making processes.

Outcome:

- i. Challenges and Trade-offs
- ii. Board's Oversight
- iii. Precautionary Principle
- iv. Stakeholder Engagement
- v. Transparency
- vi. GRI Report
- vii. Global Reporting
- viii. Accuracy