

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

GLEICY KELLY DA SILVA GÓES

INFLUÊNCIA DO ESG NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: Uma Perspectiva Global A Partir De Empresas Abertas Nos Estados Unidos, Europa E América Latina

São Paulo
2023

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

GLEICY KELLY DA SILVA GÓES

**INFLUÊNCIA DO ESG NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: Uma
Perspectiva Global a partir de Empresas Abertas nos Estados Unidos, Europa e
América Latina**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, para obtenção do diploma em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

São Paulo
2023

Resumo

O crescente surgimento de diretrizes acerca da divulgação ESG e os investimentos nesse quesito demonstram a importância do tema no mundo atual. Diversos estudos sobre a relação desse fator não financeiro com outros indicadores financeiros acompanham o movimento. No presente trabalho, busca-se analisar a relação entre o investimento nos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa das empresas na estrutura de capital, através da alavancagem de curto, médio e longo prazo, com dados de 2010 a 2022, utilizando a técnica da análise de dados em painel. O escopo analisado utilizou dados de empresas da América Latina, Estados Unidos e Europa, com o intuito de verificar se a tendência se replica em países em desenvolvimento, assim como em países desenvolvidos. Os resultados indicaram uma correlação positiva e significante entre as alavancagens totais e de longo prazo e os indicadores ESG, o que corrobora com a teoria da agência e a mitigação do conflito de interesse com a divulgação desses dados, pela maior disponibilidade de crédito oferecido.

Palavras-chave: Estrutura de capital, ESG, Environmental, Social and Governance, alavancagem, endividamento, RSC, ASG.

Introdução

Há muito tempo a estrutura de capital é objeto de estudos na composição do valor das empresas. Uma das teorias que mais fez sucesso nesse sentido, e fomentou a expansão das pesquisas nessa área foi, a princípio, a hipótese da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller em 1958. Entretanto, em 1963, esses autores voltaram atrás de sua proposição inicial, pois verificaram uma vantagem na captação de recurso de terceiros, ao considerar o benefício fiscal, proporcionado pela dívida. Sendo assim, a estrutura de capital passa a ter relevância no valor da firma, uma vez que o custo médio reduzido, aumenta o retorno das operações. (MODIGLIANI; MILLER, 1963, 1958)

Dentre as principais teorias sobre a formação da estrutura de capital temos a teoria de *Pecking Order* (POT). De acordo com esse estudo as empresas possuem uma ordem hierárquica para a escolha das suas fontes de financiamento, e essa ordem é baseada na imagem que a empresa passa ao mercado. Sendo assim, a decisão da fonte de financiamento ideal, partaria dos recursos próprios, e se houvesse necessidade de recursos de terceiros a companhia deveria utilizar dívidas e como último recurso as ações, por serem mais seguros (MYERS, 1984)

Os riscos enfrentados pelos credores são diversos, mas com a crescente conscientização sobre questões ambientais, sociais e de governança, do inglês, *Environmental, Social e Governance* (ESG), o risco reputacional tem uma participação importante na análise de crédito, visto que o financiamento de uma atividade que prejudique a sustentabilidade pode denegrir a imagem da instituição financeira (WESTPHAL, 2012)

Dessa forma, o ESG tem impacto no custo da dívida para as empresas. Meneses (2022), identifica uma correlação negativa entre o custo da dívida e as práticas ESG, no longo prazo. Somado a isso, a correlação negativa entre custo do financiamento dos acionistas para as empresas que investem em sustentabilidade demonstra que o ESG é um tema importante aos credores, e a influência desse na estrutura de capital (DEVALLE; FIANDRINO; CANTINO, 2017)

Um estudo de Santos, Fávero, Pain e Marques (2022) verificou que existe uma relação positiva entre as práticas ESG das empresas listadas nas bolsas de valores da América Latina e o endividamento total e de longo prazo das empresas. Porém, uma análise nos estados unidos apresentou um resultado desproporcional com a pesquisa na América Latina, em que o reforço das ações de responsabilidade social corporativa resultou em menos endividamento. (ASIMAKOPOULOS et al., 2023)

Sendo assim, esta pesquisa tem como objetivo ampliar a discussão sobre o tema da influência dos índices de práticas ESG da América Latina frente aos Estados Unidos e Europa entre os anos de 2010 e 2022. Seu resultado serve de respaldo para os gestores das empresas verificarem o custo-benefício da divulgação e prática da sustentabilidade na construção de sua estrutura de capital, além de base para futuras pesquisas na área.

Referencial Teórico

1. ESG e RSC

As práticas ambientais sociais e de governança, do inglês *Environmental, social, and corporate governance* (ESG) fazem parte da sustentabilidade, grandeza que trata da utilização racional dos recursos naturais de forma a garantir a continuidade da vida na terra. Algumas das contribuições de cada aspecto se relacionam a preocupação com mudanças climáticas, redução das emissões de gás carbônico, causas de direitos humanos, segurança no trabalho, transparéncia e estrutura do conselho administrativo, por exemplo. Tais fatores têm sido cada vez mais evidentes no ambiente corporativo pela demanda do planeta, e os investidores se interessam mais por esses aspectos à medida que há consciência dos gestores de que podem aumentar o valor para o acionista, gerir riscos, entrar em novos mercados e realizar a manutenção da reputação, enquanto colaboram com a sociedade. (COMPACT GLOBAL, 2004).

O conceito de ESG apareceu pela primeira vez no relatório dos princípios de investimento responsável das Nações Unidas, e como se verifica na literatura o ESG pode ser utilizado como indicativo das práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (YOON; LEE; BYUN, 2018). Então, nessa pesquisa, os termos serão utilizados de forma intercambiável. Essas práticas, apesar de serem ações mais frequentes em países desenvolvidos, têm sido promovidas pelos governos dos países em desenvolvimento que atuam na elaboração de códigos referentes ao RSC, essa procura também envolve uma mobilização dos investidores, empresas, grupos de campanhas e consumidores. (YOON; LEE; BYUN, 2018; IAMANDI *et al.*, 2019)

Atualmente, existem diversos órgãos que buscam fomentar a divulgação e harmonização de informações relacionadas a questões ESG, como por exemplo o *Global Reporting Initiative* (GRI), que fornece modelos de relatórios de sustentabilidade, *International Accounting Standards Board* (IASB) que atua na criação de normas a respeito do assunto, e a *Value Reporting Foundation* (VRF) que surge da junção do *Sustainability Accounting Standard Board* (SASB) e do *International Integrated Reporting Council* (IIRC) que por sua vez carregam os padrões SASB e o relato integrado, respectivamente. No Brasil também temos o exemplo do Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (CBPS) que reporta suas atividades para o *International Sustainability Standards Board* (ISSB), este que inclusive está trabalhando na inclusão de duas novas normas, a IFRS S1 que trata de requisitos gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade, e a IFRS S2 sobre Divulgação Relacionada ao Clima. (STEWART, 2023)

Com a harmonização dos relatórios e o aumento das divulgações temos os benefícios de tornar comparável o desempenho das empresas, porém, também devemos considerar que com a divulgação de informações sustentáveis temos a mitigação da assimetria de informação entre a empresa e seus investidores, o que também pode se traduzir em maior liquidez, menor custo de capital, majoração do valor da empresa e decisões corporativas melhores, que levem a investimentos mais eficientes. (CHRISTENSEN; HAIL; LEUZ, 2021). Além disso, a obrigação de divulgar relatórios sustentáveis também aparece como uma ferramenta impulsionadora das

atitudes de RSC das empresas, e é incentivo para a redução de externalidades causadas por elas (CHRISTENSEN; HAIL; LEUZ, 2021)

A divulgação de informações ESG pela empresa pode diminuir o custo de monitoramento dos investidores, e ratificar o comprometimento da empresa com a agenda sustentável, o que em última instância reduz o custo de capital, e aumenta o valor da empresa. Isso foi identificado por Wong *et al.* (2020) quando relacionaram a inclusão de um rating ESG da *bloomberg* em empresas listadas da Malásia. Nos 5 anos que marcaram o período posterior a inclusão do índice foi identificado a redução do custo de capital e o aumento do indicador Q de Tobin (WONG *et al.*, 2020)

As pesquisas dos efeitos da divulgação de informações sustentáveis estão inseridas em um contexto, em que é difícil diferenciar se esses advêm da divulgação ou das atitudes ESG. Sendo assim, também é interessante verificar como essas ações afetam o ambiente empresarial. No ano de 2018 Miralles-Quirós et al. avaliou as atividades de RSC das empresas da bolsa de São Paulo e constatou que as práticas ESG são positivamente relacionadas com o preço das ações das empresas da amostra. Entretanto esses atos têm efeitos diferentes em empresas de setores sensíveis a sustentabilidade como setor de petróleo, gás, produtos químicos, serviços públicos de energia elétrica, papel e celulose, mineração e siderurgia, nessas indústrias, os pilares sociais e de governança têm mais efeito que o ambiental, uma das hipóteses é que nessas indústrias as práticas ambientais já estão refletidas no valor das ações e informações novas sobre o pilar social e de governança corporativa geram um valor mais significante. Para os brasileiros a implementação de ESG é vista como uma vantagem estratégica e gera valor de mercado para as ações (MIRALLES-QUIRÓS et al., 2018)

Uma análise dos efeitos da RSC no mercado da Coreia, que se trata de um país emergente, indicou que no geral o preço da ação das companhias tem uma correlação positiva com as práticas ESG, não se verificou essa afirmativa tão aparente, especialmente no vetor de governança, quando a amostra total de empresas foi substituída por companhias de indústrias sensíveis a sustentabilidade. Esses resultados são incompatíveis com a pesquisa brasileira de Miralles-Quirós et al. (YOON; LEE; BYUN, 2018)

A análise na Europa indica que o ESG está altamente envolvido nas empresas, as empresas buscam seguir processos de RSC levando em consideração a tendência futura dos investidores e stakeholders, sendo assim dos pilares ESG a ordem de importância é a seguinte: questão ambiental, social e metas de governança corporativa (IAMANDI *et al.*, 2019)

Yu e Zhao (2015) observaram uma associação positiva entre o valor de mercado das firmas listadas no índice DJSI (*Dow Jones Sustainability Index*) que atuam de maneira ambientalmente e socialmente responsável, e com uma boa governança corporativa, com ressalvas quanto ao efeito maior em países que tenham uma proteção ao investidor mais forte e ambiente com maior transparência.

Apesar dos benefícios identificados na grande maioria das pesquisas sobre a adesão de valor do investimento ESG nas empresas, devemos considerar o custo-benefício da divulgação de informações não financeiras, não só custo de preparação dos relatórios, mas o custo de divulgar informações sobre as operações da empresa (CHRISTENSEN; HAIL; LEUZ, 2021)

Temos também a teoria da destruição de valor mencionada por Minna Yu and Ronald Zhao que esclarece o porquê de determinados investimentos sustentáveis não agregarem valor às empresas. (YU; ZHAO, 2015, p. 292)

the value-destroying theory predicts that switching from the pursuit of profit to social responsibility may impair opportunities to maximize the profit for shareholders because sustainability engagement may lead to overinvestment and other activities that are not in the best interest of shareholders. The value-destroying theory on sustainability suggests

that managers may engage in socially responsible activities to help other stakeholders at the expense of shareholders. Implementing sustainability initiatives may not be cost-effective and, therefore, is likely to destroy firm value.

Em outras palavras se trata do receio do acionista em perder potenciais retornos para os demais stakeholders, por investimentos em algo que não é totalmente definido como rentável por eles.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A Estrutura de Capital se trata da composição das fontes de recurso de uma empresa, que pode ser construída através de recursos próprios como lucros da organização e investimento de sócios, ou por recursos de terceiros, em que consideramos a emissão de títulos de dívida como debêntures e a captação de empréstimos.

Há muito tempo o reflexo da estrutura de capital no resultado da empresa é objeto de estudos controverso. Podemos partir de Durant (1952) que ressalta a capacidade da influência da estrutura de capital no valor da empresa, se minimizar a taxa de desconto, que traduz os resultados futuros em um número comparável com a realidade atual. Para o autor, que faz parte da teoria tradicionalista, o custo do capital de terceiros, compensa o endividamento por ser mais barato, mas se mantê-lo somente até que o endividamento seja prejudicial, com os riscos de falência. Sendo assim, as empresas devem achar esse ponto para atingir o mínimo de custo. (ROSSETTI e SAMÚ, 2021)

Uma das teorias que mais fez sucesso nesse sentido, e fomentou a expansão das pesquisas nessa área foi, a princípio, a hipótese da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller em 1958, também conhecidos por M&M. Assumindo premissas de um mercado perfeito como: dívidas livres de risco, ausência de impostos, os autores entenderam que não existe uma estrutura ótima de capital, visto que apesar do custo do capital de terceiros ser menor, se endividar aumenta o risco para os acionistas, e consequentemente seu custo de capital, dessa forma, o custo de capital médio que funciona como taxa de desconto para os fluxos futuros permanecem inalterado.

Além disso, M&M (1958) promovem a ideia do poder de arbitragem, que permite que uma empresa não alavancada tenha o mesmo valor de uma empresa alavancada através de empréstimos pessoais tomados pelo investidor. Sendo assim, o que se torna relevante para o valor da empresa é a forma como os recursos são investidos na operação. (MACHADO e MAIA, 2009-, P.9)

Entretanto, em 1963, esses autores voltaram atrás de sua proposição inicial, pois verificaram uma vantagem na captação de recurso de terceiros, ao considerar o benefício fiscal proporcionado pela dívida. Sendo assim, a estrutura de capital passa a ter relevância no valor da firma, uma vez que esse corresponderia ao valor de uma empresa desalavancada somado ao benefício fiscal. Embora, pareça uma boa ideia se financiar apenas por empréstimos levando essa teoria em consideração, os autores deixaram de fora os custos de insolvência financeira, que impediriam essa estrutura em específico. (MACHADO e MAIA, 2009)

Um Estudo de Famá et al. (2001), reproduziu a pesquisa de Modigliani e Miller com dados atuais e substituindo a proxy de capital próprio pelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). A pesquisa, que contava com empresas do setor de petróleo e gás da América Latina e América do Norte, indicou que a proposição valida é a de que a quantidade de capital requisitado de terceiros, influencia o custo médio de capital ponderado das companhias, consequentemente seu valor.

Nas empresas da América Latina a relação negativa entre a alavancagem e custo médio de capital, considerando os altos impostos cobrados na região, pode reforçar a correção da proposta inicial de 1963 de M&M. Tendo em vista o modelo frágil de M&M por não

considerarem outras variáveis na regressão, os autores chegaram a essa conclusão, logo depois de adicionar variáveis referentes a tamanho, risco sistemático da empresa, alíquota efetiva de imposto de renda e o custo do capital de terceiros. (FAMÁ et al., 2001)

Após as modificações todos os resultados caminham na direção da correlação negativa entre o nível de alavancagem e do custo médio de capital e não se verifica relação entre o custo de capital próprio e o grau de alavancagem. Essa última observação não exclui a proposta de M&M de 1963 uma vez que o benefício fiscal da dívida pode ter reduzido o impacto da alavancagem sobre o custo de capital próprio, até esse se tornar imperceptível. Apesar dos resultados encontrados a pesquisa com dados norte-americanos não apresentam qualidade estatística tão satisfatória quanto na américa-latina, podemos inferir que isso se deve pelos índices de endividamento diferentes entre os países da amostra (FAMÁ et al., 2001)

Segundo, Favato e Rogers (2008), existem diferentes fatores em cada país que induzem a captação de dívida por um modelo de financiamento específico, seja ele baseado em crédito ou no mercado de capitais, e essas diferenças impactam o financiamento de longo prazo das empresas. Na américa do norte o sistema é baseado em *equity* e nos países da américa latina, baseado em *debt*. Do ponto de vista microeconômico, temos a influência do tamanho, tangibilidade, no endividamento de curto prazo das empresas, já no longo prazo risco do negócio e lucratividade (FAVATO e ROGERS, 2008).

Sob os argumentos apresentados, podemos partir do pressuposto de que a composição da estrutura de capital das empresas é influenciada por diferentes fatores, e que ela influencia o valor das empresas. Sendo assim, considerando todos os compostos para a decisão da formatação da estrutura de capital de uma companhia, se faz necessário analisar as diferentes teorias que sustentam essa escolha.

Dentre os principais temos a teoria de Pecking Order (POT). De acordo com a teoria de Pecking Order as empresas possuem uma ordem para a escolha das suas fontes de financiamento, essa disposição é baseada na imagem que a empresa passa ao mercado. Sendo assim, inicialmente, o uso de recursos próprios é a primeira escolha, quando disponível, visto que não transmite informações ruins ao mercado. Logo em seguida temos a emissão de títulos de dívida, que pode ser atribuída a companhias que pretendem crescer e necessitam de recursos para maiores investimentos, não é colocada em primeiro lugar porque as empresas tendem a manter um limite saudável, sem incorrer no risco de inadimplência e manter uma folga que possibilite captações. (MYERS, 1984)

Por último, temos a emissão de ações, que se localiza nessa posição devido a assimetria de informação entre o mercado e a companhia, o que poderia causar má interpretações acerca da escolha de financiamento. O mercado interpreta esse movimento partindo do pressuposto de que a os administradores da companhia trabalham em prol dos acionistas “antigos”, dessa forma no momento em que as ações são emitidas elas estariam com preço acima do valor que elas realmente possuem. (MYERS, 1984)

No Brasil o estudo da Assimetria de informação como catalizador para a escolha do recurso ideal, não reforça essa teoria diretamente, a pesquisa de Albanez e Do Valle (2001) demonstram que na américa latina uma assimetria de informação menor não foi capaz de fazer as empresas brasileiras escolherem se financiar pela emissão de ações. Entretanto, corrobora para a reação alternativa da POT, em que empresas com menor assimetria facilitam a análise de riscos dos credores, aumentando a oferta de crédito.

2.2 INFLUÊNCIA DO ESG NA PERFORMANCE/ESTRUTURA DE CAPITAL

O ESG (Environmental, Social and Governance) é um indicador de práticas sustentável composto por questões ambientais, sociais e de governança. Observamos que a assimetria de informação é um fator influente na composição da estrutura de capital, esse aspecto se encaixa

na governança corporativa das empresas, nesse sentido, surge o questionamento quanto aos demais itens do ESG, na estrutura de capital e endividamento das companhias.

O risco de crédito é importante na definição do custo de capital, seja esse de terceiros ou próprio, sendo o capital próprio ainda mais custoso tendo em vista que para os acionistas o direito de recebimento é residual e variável. O custo da fonte de financiamento também é um fator influente no momento da decisão acerca do recurso utilizado ao longo da vida de uma organização. Junior (1996), confirma esse aspecto ao dizer que a maioria das empresas brasileiras escolhem as fontes de recursos economicamente mais vantajosas.

Aslan, Poppe e Posch (2021), após transformar o rating de crédito fornecido pela Standard & Poor (S&P) em probabilidade de inadimplência, descobriram uma correlação negativa entre o risco de crédito corporativo e o desempenho ESG das empresas no EUA, principalmente nos setores energético, financeiro e setores de tecnologia da informação. Além disso essa relação se tornou mais evidente em momentos de dificuldades financeiras ou choques regulatórios. Se supõe que esse resultado está relacionado a menos choques como, redução de acidentes, ações judiciais, choques nas vendas, receita e lucratividade, pois são fatores que influenciam o risco de crédito. (ASLAN, POPPE, POSCH, 2021)

Devalle, Fiandrino e Cantino (2017) trazem uma revisão da literatura que apresenta como as práticas sociais, ambientais e de governança influenciam o custo da aquisição de recursos das empresas, após a análise concluíram que o respaldo existente até o momento da pesquisa evidencia uma forte correlação negativa entre gestão do risco ambiental e o custo do capital próprio, mas não fica tão claro o papel da sustentabilidade no custo da dívida das empresas.

Meneses (2022) apresenta uma relação negativa entre o custo da dívida e as práticas ESG de empresas na Europa, Brasil e Estados Unidos, mas apenas no longo prazo. Essa correlação, representada melhor de forma concava, indica que o investimento inicial em questões ambientais, sociais e de governança é visto como uma má alocação de recursos, mas posteriormente se as ações sustentáveis forem vistas como parte da cultura da empresa e feitas de forma consistente, se traduzem na redução do custo de financiamento da dívida, principalmente no Brasil e na Europa.

Partindo para uma análise mais direta acerca da relação entre as práticas ESG e a estrutura de capital. No período de 2002 a 2019 um teste realizado com empresas nos estados unidos demonstrou a redução da assimetria informacional, e como isso resultou na redistribuição das fontes de financiamento para a emissão de títulos de dívida e empréstimos bancários, reforçando a teoria alternativa de POT. (ASIMAKOPOULOS et al.,2021).

Ademais, Asimakopoulos et. Al (2023) verificaram que a correlação entre o ESG e o nível de endividamento das empresas é negativa, entretanto esclarecem que isso se deve não a uma oferta reduzida de recursos, como é o caso com os efeitos da incerteza da política econômica, mas sim por opção das empresas de não incorrerem no risco de problemas de subinvestimento. Uma vez que o investimento em sustentabilidade aumenta as chances de tomada de crédito pela redução dos gastos dos credores com monitoramento.

Já o estudo de Ruan e Liu (2021), sobre a relação das práticas ESG com o desempenho das empresas na china resultou em uma relação negativa, acreditam que pelos custos do investimento no curto prazo. Embora não tenha sido objetivo principal os autores, verificaram uma relação positiva entre o endividamento e as práticas sustentáveis nas empresas chinesas.

Existe um reforço dessa posição em organizações localizadas em países em desenvolvimento. Santos et al. (2022) identificou que têm uma relação positiva entre as práticas ESG das empresas listadas nas bolsas de valores da América Latina e o endividamento total e de longo prazo das empresas, considerando que a prática e a divulgação de informações ESG, reduz a assimetria, colaborando com a teoria da agência em relação a redução da expectativa dos acionistas sobre a transferência de riqueza, pela mitigação da assimetria de informação, e

aumenta disponibilidade de crédito. Com os aspectos ambientais, sociais e de governança verificados de forma exclusiva, a governança tomou conta no incentivo ao endividamento.

Fafaliou et. al (2022), em seu Trabalho sobre o relacionamento entre o risco de reputação ESG da firma e sua longevidade da companhia, discorre sobre como o risco reputacional pode ser interpretado pelo mercado, sendo dessa forma, a divulgação de informações não financeiras, um mecanismo de reduzir os custos de agência, causados pela assimetria de informação, e um valor agregado à empresa. Em uma das hipóteses da análise do autor foi documentado que um risco reputacional elevado reduz promoção de recursos por credores externos, sendo assim a divulgação e prática ESG, um mecanismo de extensão de oportunidades e acesso a recursos externos.

Metodologia

Essa pesquisa é baseada no trabalho de Santos et al. (2022) “As práticas ESG importam? Uma análise da estrutura de capital em empresas Latino-Americanas”. No entanto, com uma visão mais abrangente que procura utilizar de uma abordagem quantitativa, para visualizar e descrever o efeito das práticas ESG sobre a estrutura de capital das empresas de países em desenvolvimento, frente a companhias de regiões mais desenvolvidas. Sendo assim, a amostra conta com empresas das bolsas da América Latina, EUA e Europa. Os períodos dos dados escolhidos é de 2010 até 2022 considerando o potencial impacto da adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRSs) no Brasil, conforme sugerido por Santos et al. (2022).

Além do filtro adicionado por limitação da linguagem contábil utilizada, a amostra foi reduzida às empresas que possuem dados ESG, de ao menos um período, disponíveis, e não engloba dados de instituições financeiras, pela classificação GICS (*Global Industry Classification Standard*), uma vez que esse setor comprehende diferenças na estrutura de capital (GODOI et al., 2020).

Os cálculos apresentam o reflexo ESG, e suas respectivas variáveis, ambiental, governamental e social, com o endividamento de curto prazo, longo e endividamento total, essa pesquisa utilizará esses três indicadores como *proxy* para a estrutura de capital. (SANTOS ET AL., 2022; MENESSES, 2022). A fórmula para esse índice é a quantidade de passivos, que comprehendam os três períodos mencionados sobre o ativo total das companhias. (FAULKENDER; PETERSEN, 2006, p. 51; MURCIA ET AL., 2008, p. 267)

Os dados ESG que vão explicar as mudanças na estrutura de capital das empresas foram obtidos pela plataforma Refinitiv Thomson Reuters, os índices vão de 0 a 100 e quanto mais próximos de 100 melhor é a classificação da empresa quanto as práticas ambientais, sociais e de governança corporativa. Os cálculos realizados são apresentados tanto se utilizando da relação dos indicadores como um grupo, como seu efeito individual sobre a composição do capital das empresas.

Ademais, dada a vasta literatura sobre os determinantes da estrutura de capital já estabelecida, foram adicionadas algumas variáveis de controle no cálculo, para evitar a endogeneidade, são elas tamanho, tangibilidade, rentabilidade e liquidez corrente em concordância com Albanez e Do Valle (2001) e Santos et al. (2022).

| Variáveis de Controle | Fórmula | Relação Esperada |
|--------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Tamanho</i> | Logarítmicos Naturais de Vendas | O texto de Rajan e Zingales (1995) revela, uma correlação positiva entre endividamento e tamanho, uma vez que empresas maiores tem menos probabilidade de inadimplência e menos custos de dificuldade financeira. Mas a relação inversa também é esperada considerando o argumento de que a menor assimetria de informação das grandes empresas, aumenta a chance delas de tomar recursos de fontes como ações. |
| <i>Tangibilidade</i> | (Ativo imobilizado + estoques) Ativo Total | Espera-se uma relação positiva entre a quantidade de ativos tangíveis de uma empresa e o endividamento, uma vez que esses bens podem servir de garantia das operações financeiras, aumentando a disponibilidade de recurso de terceiros. (RAJAN & ZINGALES, 1995) |
| <i>Liquidez Corrente</i> | Ativo Circulante Passivo Circulante | Filho et. Al (2017) demonstra que a variável de liquidez pode ter tanto uma relação positiva com o endividamento quanto negativa, isso porque baseado na teoria de Trade Off uma empresa com um grau de liquidez corrente maior, pode arcar com as despesas de se endividar e honrar suas obrigações. Por outro lado, com base na teoria de pecking order uma empresa com liquidez elevada, pode optar por usar recursos internos a princípio. |
| <i>Rentabilidade</i> | Lucro Líquido Ativo Total | Para essa variável é esperada uma relação tanto positiva quanto negativa, uma vez que empresas mais rentáveis podem preferir utilizar seus próprios recursos em função da imagem que vão transmitir ao mercado (MYERS, 1984). Porém, vão ter mais disponibilidade de se endividar pela capacidade de pagamento visualizada pelo mercado. (RAJAN & ZINGALES, 1995) |

Notas: Fórmulas de tamanho com base no trabalho de Albanez e Do Valle (2001) e para tangibilidade conforme (silva et 2022)

A amostra para a América do Sul conta com 30.229 observações divididas em 290 empresas (Argentina: 46; Brasil: 106; Chile: 39; Colômbia: 13; México: 60; Peru: 26). Já a Europa totaliza 201.928 observações de 2020 empresas, distribuídas entre Itália (102), França (175), Suíça (151), Espanha (60), Suécia (311), Dinamarca (55), Alemanha (255), Noruega (83), Reino Unido (498), Holanda (47), Polônia (31), Rússia (45), Hungria (5), Islândia (6), Bélgica (42), Finlândia (73), Portugal (15), Grécia (22), Irlanda (11), Áustria (25), Romênia (5), Eslovênia (2), Bulgária (1), Luxemburgo (1), República Checa (1). Por fim com o maior número os Estados Unidos com 2.860 empresas e 263.012 observações.

Esse estudo foi conduzido por meio de métodos estatísticos para a análise de dados, abrangendo estatística descritiva, comparação das médias entre grupos definidos pela mediana do índice de ESG, em cada região e análise de regressão com dados em painel.

Para a análise em painel o procedimento adotado foi a regressão com efeito fixo, depois das estimativas do modelo de *pooled*, e efeitos aleatórios e os respectivos testes de *chow*, *Breusch-Pagan* e *Hausman*, através do software *stata*.

Análise de Dados

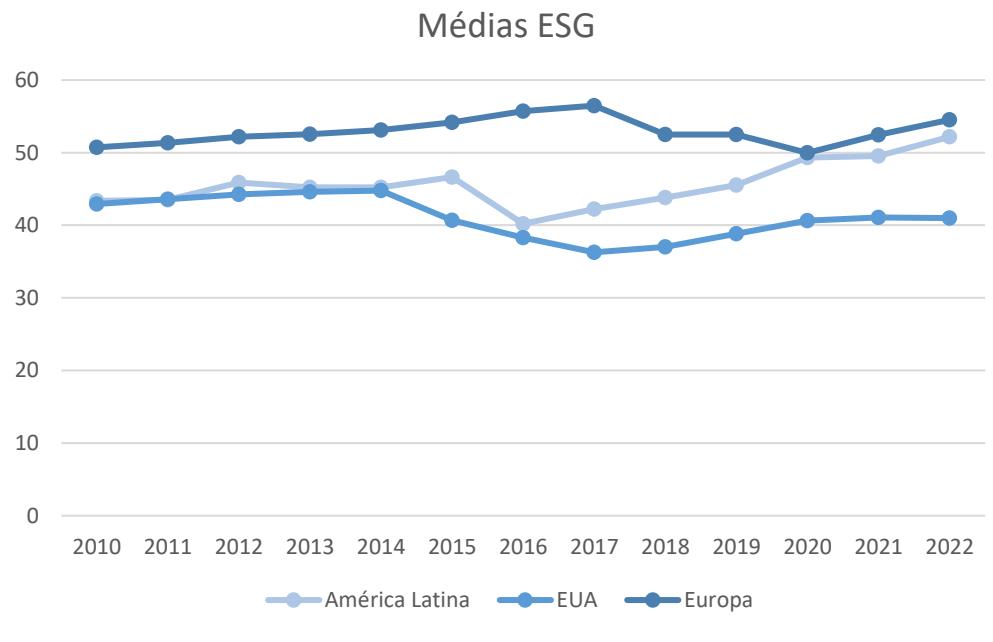
Iniciando pela visualização da distribuição dos dados ESG, foi possível verificar que entre as três regiões a Europa é a que apresenta as maiores médias para os parâmetros ESG. Nos parâmetros sociais, ambientais e de governança corporativa essa supera os outros países analisados com médias de 73,49, 64,74 e 68,28 respectivamente. Um dos potenciais motivos para o destaque europeu é a Diretiva Europeia (2014/95/UE) de 2014 que tornou os relatórios não financeiros obrigatórios, para empresas com mais de 500 funcionários e setores pré-determinados.

Além disso, ao longo dos anos outras medidas nesse sentido foram tomadas, uma delas é a adoção de um pacote de medidas, pela comissão europeia, que inclui uma proposta de diretiva de relatórios de sustentabilidade corporativa (CSRD), ampliando o escopo de empresas obrigadas a divulgar relatórios de sustentabilidade. (GREEN FINANCE, 2021). A utilização de relatórios de sustentabilidade GRI, tem capacidade de elevar os níveis ESG da região considerando que as empresas podem aumentar suas pontuações ao se comparar com os concorrentes do mercado, e na tentativa de reduzir aspectos negativos identificados na própria companhia. (HELPAYA et al., 2023)

Entre os três aspectos ESG, a maior média para a América Latina e Estados Unidos foi o aspecto de governança e para a Europa o aspecto social. Tahmid et. Al (2022), já aviam sugerido, que a Europa prioriza os aspectos sociais a princípio em atividades como iniciativas referentes a folha de trabalho, direitos humanos e comunidade, tendo em vista o impacto positivo no desempenho da firma. Sobre os dados menores em comparação com as outras empresas, podemos levar em consideração que os Estados Unidos possuem dados divulgados sem um padrão consistente e com a ausência de detalhes importantes, como reportado por Molnar (2022) em sua análise sobre a divulgação não financeira das empresas na Europa, Brasil e Estados Unidos.

No Brasil, a repercussão de casos de corrupção de grandes empresas como a Vale a Petrobras desencadearam a discussão sobre governança, de 2019 para 2020 o uso do termo cresceu 6 vezes, e a questão sobre como garantir a integridade interna das corporações se tornou destaque. (MOLNAR, 2022). A questão tende a melhorar ainda mais com o plano de transformação ecológica do governo federal brasileiro, que promoveu adoção do documento divulgação ESG obrigatória para empresas abertas no Brasil prevista para 2026, disponível em caráter voluntário a partir de 2024. (TONDOS, 2023)

Em todas as regiões foi observado um aumento das médias ESG nos últimos anos, podemos também notar que os países da América Latina são os que chegam mais próximos ao nível da Europa, nesse quesito, conforme podemos visualizar no gráfico 1.

Gráfico 1

Pela análise descritiva da América Latina podemos observar, na tabela 1, que as empresas que têm um nível ESG acima da mediana tem a tendência a se alavancar mais, no total e no longo prazo (AlavT e AlavLP). Entretanto, podemos observar que esse padrão se repete para as empresas dos Estados Unidos, e o mesmo para as empresas da Europa, para essa inclusive no curto prazo, embora este apresente uma diferença menor em relação ao grupo com ESG abaixo da mediana.

O país que mais se destacou no quesito ESG pela média da América Latina foi a Colômbia com média de 54,71, e o país com menor índice foi a Argentina (33,103), a Colômbia também lidera os aspectos sociais (60,64) e governamentais (56,93), perdendo apenas no aspecto ambiental para o Brasil que apresentou uma média de 48,93. Conforme Santos et. al (2022) esses resultados são encontrados pelo fato da Colômbia ser referência em financiamento verde e pela Argentina ter aderido o Índice de Sustentabilidade da Bolsa y Mercados Argentinos (BYMA) apenas em 2019.

Como mencionado anteriormente na Europa também enxergamos o padrão de maior alavancagem em empresas com índices ESG acima da média. Uma análise centrada na Europa indicou que o país com maior índice ESG é o Portugal com 63,310, destaque para o âmbito social com 68,252, a menor média ESG pertence a Islândia. Um motivo para esse resultado reduzido, é a limitação da base de dados retirada da plataforma *Refinitiv*, a Islândia representa apenas 0,2% das empresas europeias utilizadas na análise e possui dados apenas a partir de 2020. A França, por sua vez, representa a maior média ambiental (65,67) e Holanda maior governamental, o que condiz com a preferência durante o processo de decisão gerencial segundo uma pesquisa feita por Syed (2017), em que as práticas ambientais são uma obrigação fiduciária para os gestores franceses.

Tabela 1

| América Latina | | | | | | | |
|-------------------------------|----------------|---------------|-----------------------|-------------------------------|----------------|---------------|----------|
| ESG Acima da Mediana | | | ESG Abaixo da Mediana | | | | |
| | Média | Desvio Padrão | CV | | Média | Desvio Padrão | CV |
| AlavCP_{itam} | 0,2214 | 0,1263 | 0,5705 | AlavCP_{itam} | 0,2637 | 0,3513 | 1,3323 |
| AlavLP_{itam} | 0,3744 | 0,1507 | 0,4025 | AlavLP_{itam} | 0,2960 | 0,1576 | 0,5324 |
| AlavT_{itam} | 0,5956 | 0,1814 | 0,3046 | AlavT_{itam} | 0,5550 | 0,3799 | 0,6845 |
| Tang_{itam} | 0,4585 | 0,2214 | 0,4830 | Tang_{itam} | 0,4528 | 0,2429 | 0,5365 |
| Rent_{itam} | 0,0433 | 0,0786 | 1,8139 | Rent_{itam} | 0,0040 | 0,8665 | 214,1944 |
| LC_{itam} | 1,6212 | 0,9356 | 0,5771 | LC_{itam} | 1,9799 | 2,8142 | 1,4214 |
| Tam_{itam} | 21,9184 | 1,3526 | 0,0617 | LnRec_{itam} | 20,6533 | 1,6365 | 0,0792 |
| ESG_{itam} | 64,1494 | 10,4580 | 0,1630 | ESG_{itam} | 26,9785 | 13,0364 | 0,4832 |
| Social_{itam} | 68,0721 | 13,5769 | 0,1994 | Social_{itam} | 26,1166 | 17,6264 | 0,6749 |
| Gov_{itam} | 61,4393 | 18,4208 | 0,2998 | Gov_{itam} | 38,4065 | 19,4504 | 0,5064 |
| Env_{itam} | 61,2667 | 16,5445 | 0,2700 | Env_{itam} | 22,3940 | 16,1414 | 0,7208 |
| EUA | | | | | | | |
| ESG Acima da Mediana | | | ESG Abaixo da Mediana | | | | |
| | Média | Desvio Padrão | CV | | Média | Desvio Padrão | CV |
| AlavCP_{iteua} | 0,2095 | 0,1340 | 0,6395 | AlavCP_{iteua} | 0,2020 | 0,2661 | 1,3174 |
| AlavLP_{iteua} | 0,3888 | 0,2289 | 0,5888 | AlavLP_{iteua} | 0,3201 | 0,3238 | 1,0113 |
| AlavT_{iteua} | 0,6049 | 0,2415 | 0,3992 | AlavT_{iteua} | 0,5263 | 0,4192 | 0,7964 |
| Tang_{iteua} | 0,3640 | 0,2576 | 0,7076 | Tang_{iteua} | 0,3151 | 0,2702 | 0,8577 |
| Rent_{iteua} | 0,0292 | 0,1390 | 4,7682 | Rent_{iteua} | -0,1053 | 0,6106 | -5,8002 |
| LC_{iteua} | 2,2194 | 2,8876 | 1,3010 | LC_{iteua} | 4,1678 | 7,0519 | 1,6920 |
| Tam_{iteua} | 21,9707 | 1,7574 | 0,0800 | LnRec_{iteua} | 19,8997 | 2,1544 | 0,1083 |
| ESG_{iteua} | 56,2577 | 14,1215 | 0,2510 | ESG_{iteua} | 23,7464 | 7,7066 | 0,3245 |
| Social_{iteua} | 57,8359 | 17,7339 | 0,3066 | Social_{iteua} | 27,5495 | 12,4099 | 0,4505 |
| Gov_{iteua} | 61,9814 | 17,8906 | 0,2886 | Gov_{iteua} | 34,7213 | 18,0089 | 0,5187 |
| Env_{iteua} | 49,5641 | 23,2105 | 0,4683 | Env_{iteua} | 12,6014 | 10,4501 | 0,8293 |
| Europa | | | | | | | |
| ESG Acima da Mediana | | | ESG Abaixo da Mediana | | | | |
| | Média | Desvio Padrão | CV | | Média | Desvio Padrão | CV |
| AlavCP_{iteu} | 0,2845 | 0,1500 | 0,5275 | AlavCP_{iteu} | 0,2758 | 0,1931 | 0,7000 |
| AlavLP_{iteu} | 0,3187 | 0,1529 | 0,4795 | AlavLP_{iteu} | 0,2633 | 0,1913 | 0,7269 |
| AlavT_{iteu} | 0,6028 | 0,1776 | 0,2947 | AlavT_{iteu} | 0,5361 | 0,2592 | 0,4835 |
| Tang_{iteu} | 0,3887 | 0,2224 | 0,5721 | Tang_{iteu} | 0,4081 | 0,2530 | 0,6200 |
| Rent_{iteu} | 0,0448 | 0,0940 | 2,0995 | Rent_{iteu} | 0,0313 | 0,1834 | 5,8615 |
| LC_{iteu} | 1,5639 | 5,6119 | 3,5883 | LC_{iteu} | 2,3605 | 12,6791 | 5,3713 |
| Tam_{iteu} | 22,2488 | 1,6472 | 0,0740 | LnRec_{iteu} | 20,3758 | 1,8735 | 0,0919 |
| ESG_{iteu} | 69,8125 | 10,0573 | 0,1441 | ESG_{iteu} | 35,7388 | 12,7910 | 0,3579 |
| Social_{iteu} | 73,4947 | 13,5305 | 0,1841 | Social_{iteu} | 36,8858 | 17,3632 | 0,4707 |
| Gov_{iteu} | 64,7433 | 18,1489 | 0,2803 | Gov_{iteu} | 40,1017 | 19,0435 | 0,4749 |
| Env_{iteu} | 68,2874 | 16,9959 | 0,2489 | Env_{iteu} | 31,8730 | 17,6506 | 0,5538 |

Nota: AlavCP: Alavancagem de Curto Prazo; AlavLP: Alavancagem de Longo Prazo; AlavT: Alavancagem Total; Tang: Tangibilidade; Rent: Rentabilidade; LC: Liquidez Corrente; Tam: Tamanho; ESG: índice environmental, social and corporate Governance; Social: índice relacionado a vertente social; Gov: índice relacionado a Governança Corporativa; Env: índice orientado a vertente ambiental. Em que i se refere a cada empresa ano t, da américa latina (am), estados unidos (eua) e europa (eu).

No que diz respeito à variável de tangibilidade, não foram observadas diferenças entre os grupos com pontuações ESG acima ou abaixo da média na América Latina. Nos Estados Unidos, foi identificada uma associação positiva com os níveis mais elevados de sustentabilidade. Por outro lado, na Europa, em contraste com os resultados anteriores, foi encontrada uma correlação negativa, indicando que o grupo com os menores índices ambientais, sociais e de governança apresenta uma maior tangibilidade.

Em relação à rentabilidade os resultados apresentaram constância em todos os locais, quando maior o nível de ESG mais as empresas tem seu retorno elevado, inclusive nos estados unidos a média da rentabilidade foi negativa para quem apresentou o menor índice ESG, uma das explicações para o número negativo é a influência de algumas empresas que apresentaram prejuízos expressivos, discrepantes dos demais valores no momento do cálculo .Isso reforça os resultados encontrados por Monteiro (2023) em sua pesquisa sobre os fatores ESG e o desempenho a rentabilidade das ações europeia.

A liquidez corrente demonstrou uma relação estável em todos os países, com uma correlação negativa para todos os grupos, ou seja, para níveis de ESG abaixo da média, os países apresentaram uma Liquidez Elevada, o que remete a teoria de *pecking order* se se partimos do cenário que esse grupo com menor índice ESG também não apresentam alavancagem total elevada, pois existe uma folga financeira.

O resultado da regressão de efeitos fixos para a América Latina, conforme apresentado na tabela dois, sustenta a afirmativa anterior, e os resultados da análise descritiva, uma vez que a alavancagem total e de longo prazo apresentaram correlação positiva com a variável explicativa do modelo, ao passo que para o curto prazo a relação foi negativa. Quanto ao EUA, se constatou uma correlação positiva e relevante entre a alavancagem das empresas e o índice ESG em todos os períodos, novamente, exceto pelo endividamento no curto prazo mais uma vez reforçando a análise descritiva.

A Europa sustenta o padrão de dados encontrados visto que quanto maior o nível ESG das empresas mais elas se demonstram alavancadas no total e no longo prazo, o curto prazo, em que pese tenha demonstrado relações significativas, foram todas negativas inclusive nas variáveis de controle, assim como na América Latina, nos Estados Unidos tivemos exceção apenas para o tamanho e a tangibilidade nesse período.

A correlação positiva entre a alavancagem das regiões analisadas e o ESG, estão em linha com a teoria da agência, indicando que os gestores estão propensos a divulgar mais informações não financeiras com o intuito de mitigar a assimetria de informação com os acionistas e reduzir a expectativa de transferência de riqueza, independentemente se estamos tratando de países desenvolvidos ou em desenvolvimento. (SILVA et. al; TAHMID et al., 2022)

Esse resultado demonstra a importância da execução das práticas ESG, uma vez que também são uma forma de alinhar as expectativas entre os gestores e acionistas, visto que ao investir nas práticas sustentáveis, a empresa está focando no longo prazo, dentro da expectativa principal dos acionistas que acreditam que o ESG serve para gerenciar investimentos de risco, e a governança corporativa para aumentar o valor a longo prazo (SYED 2017). Além disso, é uma espécie de recompensa pela adesão dessa tendência mundial, pois também temos os benefícios do impacto na performance das empresas, e do acesso maior a um crédito e inclusive com taxas menores (PULINO et. al, 2022; SYED, 2017)

Tabela 2

| América Latina | | | | | |
|------------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | AlavT | | AlavLP | | AlavCP |
| | coef. | p> t | coef. | p> t | coef. |
| ESG | 0,0014 | 0,00** | 0,0014 | 0,00** | 0,0000 |
| Tam | -0,1668 | 0,00** | -0,0127 | 0,01* | -0,1542 |
| LC | -0,0771 | 0,00** | 0,0217 | 0,00** | -0,0988 |
| Rent | -0,2167 | 0,00** | -0,0430 | 0,00** | -0,1732 |
| Tang | -0,2268 | 0,00** | 0,2093 | 0,00** | -0,4352 |
| Constante | 4,3323 | 0,00** | 0,4062 | 0,00** | 3,9277 |
| R² within | 0,2240 | | 0,0977 | | 0,2411 |
| R² between | 0,0187 | | 0,0000 | | 0,0656 |
| R² overall | 0,0395 | | 0,0072 | | 0,0976 |
| Estados Unidos | | | | | |
| | AlavT | | AlavLP | | AlavCP |
| | coef. | p> t | coef. | p> t | coef. |
| ESG | 0,0010 | 0,00** | 0,0014 | 0,00** | -0,0004 |
| Tam | 0,0318 | 0,00** | 0,0186 | 0,00** | 0,0137 |
| LC | -0,0061 | 0,00** | -0,0021 | 0,00** | -0,0038 |
| Rent | -0,3999 | 0,00** | -0,1532 | 0,00** | -0,2456 |
| Tang | 0,1006 | 0,00** | 0,0603 | 0,00** | 0,0255 |
| Constante | -0,1531 | 0,00** | -0,1291 | 0,01* | -0,0678 |
| R² within | 0,2038 | | 0,0672 | | 0,2341 |
| R² between | 0,4615 | | 0,0517 | | 0,6341 |
| R² overall | 0,2406 | | 0,0767 | | 0,3026 |
| Europa | | | | | |
| | AlavT | | AlavLP | | AlavCP |
| | coef. | p> t | coef. | p> t | coef. |
| ESG | 0,0004 | 0,00** | 0,0006 | 0,00** | -0,0002 |
| Tam | 0,0053 | 0,08 | 0,0161 | 0,00** | -0,0111 |
| LC | -0,0294 | 0,00** | 0,0031 | 0,01* | -0,0325 |
| Rent | -0,4321 | 0,00** | -0,0264 | 0,00** | -0,1736 |
| Tang | 0,0018 | 0,871 | 0,0372 | 0,00** | -0,0355 |
| Constante | 0,5116 | 0,00** | -0,0957 | 0,1400 | 0,6155 |
| R² within | 0,1876 | | 0,0576 | | 0,1355 |
| R² between | 0,2292 | | 0,0598 | | 0,1249 |
| R² overall | 0,2546 | | 0,0632 | | 0,1151 |

Nota: Para ** significativo a 1%, * significativo a 5%. AlavCP: Alavancagem de Curto Prazo; AlavLP:

Alavancagem de Longo Prazo; AlavT: Alavancagem Total; Tang: Tangibilidade; Rent: Rentabilidade; LC: Liquidez Corrente; Tam: Tamanho; ESG: índice environmental, social and corporate Governance.

Conclusão

Essa pesquisa se dedicou a investigar a relação entre os critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) e a estrutura de capital das empresas, abrangendo os Estados Unidos, Europa e América Latina. Ao tratar de países tanto desenvolvidos, quanto em desenvolvimento, os resultados revelaram uma consistente relação positiva entre o ESG e o endividamento total e de longo prazo tanto na regressão por efeitos fixos, quanto na análise descritiva utilizando entre os grupos com ESG acima e abaixo da mediana.

Esse achados sugerem que as empresas que adotam práticas mais sustentáveis e socialmente responsáveis tendem a obter uma disponibilidade maior de recursos de terceiros no longo prazo, para o curto prazo não se verificou essa relação. Esta conclusão ressalta a importância crescente do ESG não apenas como um indicador de responsabilidade corporativa, mas também como um fator influente nas decisões de financiamento, e tomadas de decisão que dependem dos recursos. Tais observações têm implicações significativas para gestores, investidores e credores. Como já comprovado por FAFALIOU et al (2022) o risco reputacional ESG é associado a dificuldades na tomada de recurso de terceiros, consequentemente nas potenciais perdas de oportunidade e redução do crescimento da empresa. Os dados encontrados nessa pesquisa corroboram para essa afirmativa, se enquadrando dentro da teoria da agência em que mais informações diminuem o sentimento de risco da perspectiva dos investidores.

Considerando a abrangência da pesquisa tanto em empresas de países em desenvolvimento, quanto desenvolvidos, os resultados fornecem informações úteis para gestores de que o investimento ESG é importante para transmitir um sinal positivo para os acionistas e demais credores de que existe um foco na atuação a longo prazo, e sobre a preocupação com o risco reputacional. O inverso também é verdadeiro, esse investimento, contribui para o conhecimento do credor acerca da preocupação do gestor em manter a transparência e evitar suspeita de transferência de riquezas para atuação em benefício próprio.

Sendo assim, a utilidade prática desta pesquisa reside na capacidade de informar estratégias de tomada de decisão nas esferas corporativas e financeiras. Gestores podem considerar o ESG não apenas como uma obrigação ética e tendência de mercado, mas como uma peça estratégica para moldar a estrutura de capital e buscar oportunidades de financiamento mais favoráveis. Ao mesmo tempo, investidores e credores podem utilizar essa relação positiva como um indicador de confiança nas práticas de gestão sustentável, influenciando suas decisões de investimento e concessão de crédito.

Como limitação de pesquisas podemos citar a disponibilidade de dados de alguns países da amostra como o caso da Islândia, o que pode impactar o resultado para as regiões. Uma forma de mitigar esse efeito pode ser a análise dos dados com uma variável *dummy* por país e a substituição dos países menos representativos, por outros similares que apresente uma quantidade maior de dados. Além disso, uma análise por setor poderia ser interessante para verificar o montante em que o ESG afeta as empresas com base em diferenças estruturais e de atuação.

REFERÊNCIAS

- ASIMAKOPOULOS, P.; ASIMAKOPOULOS, S.; LI, X. The Combined Effects Of Economic Policy Uncertainty And Environmental, Social, And Governance Ratings On Leverage. European Journal Of Finance**, janeiro 2023. Disponível em: <Https://Www.Researchgate.Net/Publication/366912684_the_combined_effects_of_economic_policy_uncertainty_and_environmental_social_and_governance_ratings_on_leverage>
- ASIMAKOPOULOS, S.; ASIMAKOPOULOS, P.; LI, X. The Role of Environmental, Social, and Governance Rating on Corporate Debt Structure.** 22 julho 2021. Disponível em: <Https://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_id=3889307>
- ASLAN, A.; POPPE, L.; POSCH, P. Are Sustainable Companies More Likely To Default? Evidence From The Dynamics Between Credit And ESG Ratings.** Sustainability, V. 13, N. 15, P. 8568, 2021. Disponível em: <<Https://Www.Mdpi.Com/2071-1050/13/15/8568>>
- CHRISTENSEN, H. B.; HAIL, L.; LEUZ, C. Mandatory CSR And Sustainability Reporting: Economic Analysis And Literature Review.** Review Of Accounting Studies, V. 26, N. 3, P. 1176–1248, 2021. Disponível em: <Https://Papers.Ssrn.Com/Sol3/Papers.Cfm?Abstract_id=3427748>
- Compact Global.Who Cares Win: Connecting Financial Markets To A Changing World.** 2004. Disponível Em: <Https://Www.Ifc.Org/Wps/Wcm/Connect/De954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/Whocareswins_2004.Pdf?Mod=ajperes&cvid=jqee.Md>
- DEVALLE, A.; FIANDRINO, S.; CANTINO, V. ESG Sustainability And Financial Capital Structure: Where They Stand Nowadays.** International Journal Of Business And Social Science, V. 7, N. 5, P. 116–126, maio 2017. Disponível em: <Https://Www.Researchgate.Net/Publication/320805495_esg_sustainability_and_financial_capital_structure_where_they_stand_nowadays>
- DO VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. Impactos Da Assimetria De Informação Na Estrutura De Capital De Empresas Brasileiras Abertas.** Revista Contabilidade & Finanças, V. 20, N. 51, P. 6–27, 30 out. 2009. Disponível em: <<Https://Www.Scien.BR/J/Rcf/A/Yjstgxrbh7dwpskwbjdrn/Abstract/?Lang=pt>>
- DURAND, D. Cost Of Debt And A Equity Funds For Business: Trends And Problems Of Measurement In: Conference On Research On Business Finance.** New York: National Bureau O Economic Research, 1952. Disponível em: <<Https://Www.Nber.Org/System/Files/Chapters/C4790/C4790.Pdf>>
- ELD JUNIOR, W. Custo E Estrutura De Capital: O Comportamento Das Empresas Brasileiras.** RAE, V. 36, N. 4, P. 51–59, 1996. Disponível em: <<Https://Www.Scien.BR/J/Rae/A/Tnwww4kmpqggkbwy8dgmtwc/Abstract/?Lang=pt>>
- FAMÁ, R.; BARROS, L.; SILVEIRA, A. A Estrutura De Capital É Relevante? Novas Evidências A Partir De Dados Norte-americanos E Latino-americanos.** Caderno De Pesquisas Em Administração, V. 8, N. Abr./Ju 2001, P. 71-84, 2001 tradução. Disponível em: <<Https://Docplayer.Com.Br/224328-a-estrutura-de-capital-e-relevante-novas-evidencias-a-partir-de-dados-norte-americanos-e-latino-americanos.Html>>

FAFALIOU, I. et al. **Firms' ESG reputational risk and market longevity: A firm-level analysis for the United States.** Journal of Business Research, v. 149, p. 161–177, Outubro 2022. Disponível em:
[<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296322004337>](https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296322004337)

FAULKENDER, M., & PETERSEN, M. A. 2006. **Does the source of capital affect the capital structure? The Review of Financial Studies**, 19(1), 45-79. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3598031>>

GODOI, A. F. et al. **Estrutura de capital dos bancos: Discussões teóricas acerca de sua relevância na maximização de valor.** Revista Administração em Diálogo, v. 22, n. 3, p. 73–94, 8 2020. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/journal/5346/534665024005/html/>>

HELFAYA, A., MORRIS, R., & ABOUD, A. (2023). **Investigating the Factors That Determine the ESG Disclosure Practices in Europe.** Sustainability, 15(6), 5508. Disponível em:<<https://doi.org/10.3390/su15065508>>

IAMANDI, I.-E. ET AL. **Mapping The ESG Behavior Of European Companies. A Holistic Kohonen Approach.** Sustainability, V. 11, N. 12, P. 3276, 2019. Disponível em: <Https://Www.Researchgate.Net/Publication/333764238_mapping_the_esg_behavior_of_european_companies_a_holistic_kohonen_approach>

MACHADO, G. L. B.; MAIA, M. V. **Custos De Ajustamento E A Dinâmica Da Estrutura De Capital Em Empresas Brasileiras.** 2009. Disponível em: <<Https://Bibliotecadigital.Fgv.Br/Dspace;/Handle/10438/2689>>

MENESES, L. L. **O Impacto Das Práticas Esg Sobre O Custo Da Dívida: Evidência Para Os EUA, Europa E Brasil.** [S.L.] Universidade Do Porto, 26 set. 2022. Disponível em: <<Https://Repositorio-aberto.Up.Pt/Bitstream/10216/144123/2/582907.Pdf>>

MIRALLES-QUIRÓS, M.; MIRALLES-QUIRÓS, J.; GONÇALVES, L. V. **The Value Relevance Of Environmental, Social, And Governance Performance: The Brazilian Case.** Sustainability, V. 10, N. 3, P. 574, 2018. Disponível em: <<Https://Www.Mdpi.Com/2071-1050/10/3/574>>

MODIGLIANI, F. E MILLER, M. **Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction.** American Economic Review, V. 53, N. 3, junho de 1963. Disponível em: <<Https://Epge.Fgv.Br/We/MFEE/Financascorporativas/2012?Action=attachfile&do=get&t=paper8.Pdf>>

MODIGLIANI, F. E MILLER, M. **The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment.** American Economic Review, V. 48, N. 3, junho 1958, P.261-297. Disponível em: <Https://Gypesquisa.Fgv.Br/Sites/Gypesquisa.Fgv.Br/Files/Arquivos/Terra_the_cost_of_capital_corporation_finance.Pdf>

MOLNAR, A. **Mandatory ESG Reporting. A Comparative Analysis of Brazil, the United States, and Europe.** 10 jun. 2022. Disponível em:<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4121849](Https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4121849)>

MONTEIRO, A. C. S. . **Os fatores de sustentabilidade ESG e o desempenho das ações das empresas europeias.** [S.l.]: FEP - Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 2023. Disponível em:<<Https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/152603/2/639535.pdf>>

- MURCIA, F. D.-R. et al. “Disclosure Verde” Nas Demonstrações Contábeis: Características Da Informação Ambiental E Possíveis Explicações Para A Divulgação Voluntária.** Revista Unb Contábil, V. 11, N. 1–2, P. 260–278, 2009. Disponível Em: <https://www.researchgate.net/publication/49583519'_Disclosure_Verde'_nas_Demonstracoes_Caracteristicas_da_Informacao_Ambiental_e_Possiveis_Explicacoes_para_a_Divulgacao_Voluntaria>
- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. The Journal Of Finance, V. 39, N. 3, P. 574–592, Julho De 1984.** Disponível em: <<Https://Onlinelibrary.Wiley.Com/Doi/10.1111/J.1540-6261.1984.Tb03646.X>>
- Non-Financial Reporting Directive (NFRD) - Directive 2014/95/EU and the proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).** Disponível em: <<https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/non-financial-reporting-directive-nfrd-directive-201495eu-and-proposal>.>
- PULINO, S. C. et al. Does ESG Disclosure Influence Firm Performance?** Sustainability, 22/jun/2022. Disponível em: <<https://www.mdpi.com/2071-1050/14/13/7595>>
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data.** The Journal of Finance, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, dec. 1995. Disponível Em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>>
- ROGERS, V.; FAVATO, P. Estrutura De Capital Na América Latina E Nos Estados Unidos: Uma Análise De Seus Determinantes E Efeito Dos Sistemas De Financiamento.** Gestão & Regionalidade, P. 31–43, 15 Out. 2008. Disponível em: <<Https://Www.Redalyc.Org/Pdf/1334/133417314003.Pdf>>
- ROSSETTI, G.; BRITO, S. Análise Dos Determinantes De Estrutura De Captl Das Principais Empresas Do Setor De Transporte Aéreo Civil Brasileiro.** [S.L.] Ufscar, 2021. Disponível em: <[Https://Repositorio.Ufscar.Br/Bitstream/Handle/Ufscar/14781/Tg2%20final%20p%c3%93s-banca%20-%20gustavo%20brito%20sam%c3%ba%20\(630330\)%20-%20nara%20rossetti%20\(1\).Pdf?Sequence=1](Https://Repositorio.Ufscar.Br/Bitstream/Handle/Ufscar/14781/Tg2%20final%20p%c3%93s-banca%20-%20gustavo%20brito%20sam%c3%ba%20(630330)%20-%20nara%20rossetti%20(1).Pdf?Sequence=1)>
- RUAN, L.; LIU, H. Environmental, Social, Governance Activities And Firm Performance: Evidence From China.** Sustainability, V. 13, N. 2, P. 767, 2021. Disponível em: <<Https://Www.Mdpi.Com/2071-1050/13/2/767>>
- SANTOS, G. C. Et Al. As Práticas Esg Importam? Uma Análise Da Estrutura De Capital Em Empresas Latino-americanas.** Congresso Unb De Contabilidade & Governança, Novembro 2022 Disponível em: <Https://www.Researchgate.Net/publication/365425753_as_praticas_esg_importAm uma_analise_da_estrutura_de_capital_em_empresas_latino-americanas>
- STEWART, N. Future Of The SASB Standards: What You Need To Know For 2023 Disclosure.** Disponível em: <<Https://Sasb.Org/Blog/Future-of-the-sasb-standards-what-you-need-to-know-for-2023-reporting>>.

SYED, A. M. Environment, social, and governance (ESG) criteria and preference of managers. Cogent Business & Management, 4. ISSN 2331-1975. (2017). Disponível em: <<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/205983/1/23311975.2017.1340820.pdf>>

TAHMID, T. et al. Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. Cogent business & management, v. 9, n. 1, 2022. Disponível em:< <https://www.mdpi.com/2071-1050/14/24/16940>>

TONDO, S. CVM lança resolução sobre relatório de riscos ESG, que será obrigatório a partir de 2026. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/cvm-regulamenta-relatorio-de-riscos-esg-obrigatorio-2026/>>.

YOON, B.; LEE, J.; BYUN, R. Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence From Korea. Sustainability, V. 10, N. 10, P. 3635, 2018. Disponível em: <Https://Www.Researchgate.Net/Publication/328238794_does_esg_performance_enhance_firm_value_evidence_from_korea>

YU, M.; ZHAO, R. Sustainability And Firm Valuation: An International Investigation. International Journal Of Accounting And Information Management, V. 23, N. 3, P. 289–307, 2015. Disponível em: <<Https://Www.Emerald.Com/Insight/Content/Doi/10.1108/IJAIM-07-2014-0050/Full/Html>>

WESTPHAL, A. C. M. Risco De Reputação De Instituições Bancárias: Uma Avaliação Com Modelagem De Equações Estruturais. [S.L.] universidade federal do rio de janeiro, agosto de 2012. Disponível em: <Https://Www.Ie.Ufrj.Br/Images/IE/PPGE/Teses/2012/ANDRES%20CRISTIAN%20MACH_UCA%20WESTPHAL.Pdf>

WONG, W. C. ET AL. Does ESG Certification Add Firm Value? Finance Research Letters, V. 39, N. 101593, P. 101593, 2021. Disponível em: <Https://Www.Sciedirect.Com/Science/Article/Pii/S1544612319312735?Casa_token=facai_evzzyqaaaaa:ean0fbrix0a7nwminomdfqg2ssgymfgstaliex0fzhuc0zrf1o7jlukmybpgrcgum73fbtcob5_x_>

| Europa | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|----------------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|-------------|----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|
| Países | ESG Acima da Mediana | | | | | | | | | | |
| | Média de AlavT | Média de AlavLP | Média de AlavCP | Média de Tang | Média de Rent | Média de LC | Média de LnRec | Média de ESG | Média de Social | Média de Gov | Média de Env |
| Áustria | 0,5875 | 0,3197 | 0,2677 | 0,4514 | 0,0344 | 1,5215 | 21,4043 | 57,0057 | 59,6066 | 53,2321 | 56,1515 |
| Bélgica | 0,5655 | 0,3108 | 0,2646 | 0,3799 | 0,0076 | 1,7475 | 20,4001 | 52,9710 | 54,7308 | 52,8140 | 52,5600 |
| Dinamarca | 0,4903 | 0,2265 | 0,2746 | 0,4101 | 0,0501 | 2,8405 | 20,4092 | 54,0638 | 57,1393 | 52,6265 | 49,5819 |
| Finlândia | 0,5837 | 0,2388 | 0,3466 | 0,4056 | 0,0500 | 1,4839 | 20,4141 | 58,3662 | 61,4164 | 51,4710 | 59,9287 |
| França | 0,6191 | 0,2825 | 0,3363 | 0,3187 | 0,0104 | 1,5594 | 21,3373 | 60,7305 | 65,3042 | 51,0103 | 65,6791 |
| Alemanha | 0,5726 | 0,2827 | 0,2916 | 0,3793 | 0,0367 | 1,9947 | 20,8267 | 55,0803 | 58,2711 | 55,0424 | 50,8860 |
| Hungria | 0,4696 | 0,2090 | 0,2606 | 0,4837 | 0,0117 | 1,7295 | 20,6165 | 54,2916 | 56,8987 | 49,8519 | 53,1800 |
| Italia | 0,6192 | 0,2662 | 0,3542 | 0,3485 | 0,0337 | 4,0952 | 20,7085 | 60,4242 | 65,3549 | 55,5428 | 57,9311 |
| Holanda | 0,5838 | 0,3139 | 0,2705 | 0,3175 | 0,0269 | 1,5490 | 21,4460 | 59,5690 | 64,4736 | 55,8659 | 55,7177 |
| Portugal | 0,6535 | 0,3524 | 0,3012 | 0,4808 | 0,0014 | 1,1902 | 21,7031 | 63,3108 | 68,2522 | 52,5806 | 64,8750 |
| Eslovênia | 0,3674 | 0,1745 | 0,1928 | 0,5941 | 0,0555 | 2,0059 | 20,8741 | 56,4859 | 65,3225 | 48,8889 | 47,0582 |
| Espanha | 0,6568 | 0,3419 | 0,3149 | 0,3846 | 0,0282 | 1,5871 | 21,3147 | 63,1702 | 71,9596 | 50,4786 | 64,4770 |
| Média Total | 0,5641 | 0,2766 | 0,2896 | 0,4128 | 0,0289 | 1,9420 | 20,9546 | 57,9558 | 62,3942 | 52,4504 | 56,5022 |
| ESG Abaixo da Mediana | | | | | | | | | | | |
| Países | Média de AlavT | Média de AlavLP | Média de AlavCP | Média de Tang | Média de Rent | Média de LC | Média de LnRec | Média de ESG | Média de Social | Média de Gov | Média de Env |
| Bulgária | 0,2241 | 0,0525 | 0,1715 | 0,0725 | 0,0449 | 1,2985 | 17,1464 | 39,7615 | 41,7240 | 50,0000 | |
| República Checa | 0,6260 | 0,3741 | 0,2518 | 0,6400 | 0,0395 | 1,0958 | 22,9823 | 51,2569 | 45,8959 | 42,6994 | 60,3904 |
| Grécia | 0,5592 | 0,2913 | 0,2704 | 0,4713 | 0,0250 | 8,2513 | 20,5836 | 44,3091 | 47,0985 | 43,2626 | 49,4038 |
| Islândia | 0,5757 | 0,2962 | 0,2794 | 0,4228 | 0,0371 | 1,4052 | 19,8168 | 38,7357 | 37,2881 | 43,8137 | 44,6995 |
| Irlanda | 0,6531 | 0,3820 | 0,2808 | 0,4318 | 0,0422 | 2,5245 | 21,3338 | 50,3122 | 49,8727 | 55,6688 | 46,2859 |
| Luxemburgo | 0,5094 | 0,1409 | 0,3686 | 0,1765 | 0,1038 | 1,3197 | 22,7274 | 48,9309 | 64,8686 | 30,8068 | 40,3490 |
| Noruega | 0,5724 | 0,3013 | 0,2777 | 0,4400 | -0,0405 | 2,0104 | 20,1779 | 49,5868 | 52,9632 | 48,3039 | 48,1794 |
| Polônia | 0,7704 | 0,2229 | 0,5481 | 0,5495 | 0,0303 | 1,4617 | 21,0240 | 39,8712 | 38,7078 | 46,2733 | 36,9110 |
| Roménia | 0,3741 | 0,1846 | 0,1895 | 0,6134 | 0,0483 | 2,9204 | 18,5559 | 44,2720 | 45,7129 | 50,5513 | 35,7462 |
| Rússia | 0,5493 | 0,2929 | 0,2569 | 0,6540 | 0,0768 | 1,6764 | 22,4017 | 43,5182 | 41,0057 | 49,6187 | 41,3985 |
| Suécia | 0,5045 | 0,2364 | 0,2866 | 0,2938 | -0,0309 | 2,5400 | 18,6128 | 47,9716 | 50,4729 | 49,5426 | 45,1507 |
| Suíça | 0,5128 | 0,2386 | 0,2761 | 0,3864 | -0,0013 | 2,5101 | 20,1119 | 46,9603 | 50,1938 | 47,5602 | 47,5394 |
| Reino Unido | 0,5365 | 0,2612 | 0,2823 | 0,4049 | 0,0406 | 2,1778 | 19,9604 | 50,1335 | 49,9962 | 55,5410 | 45,3935 |
| Média Total | 0,5360 | 0,2519 | 0,2877 | 0,4275 | 0,0320 | 2,3994 | 20,4181 | 45,8169 | 47,3692 | 47,2033 | 45,1206 |

| América Latina | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|-------------|----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|
| ESG Acima da Mediana | | | | | | | | | | | |
| Países | Média de AlavT | Média de AlavLP | Média de AlavCP | Média de Tang | Média de Rent | Média de LC | Média de LnRec | Média de ESG | Média de Social | Média de Gov | Média de Env |
| Brasil | 0,5979 | 0,3513 | 0,2498 | 0,3561 | 0,0460 | 2,0357 | 21,2566 | 50,9250 | 53,5013 | 52,5342 | 48,9338 |
| Colômbia | 0,5266 | 0,3294 | 0,1972 | 0,3687 | 0,0349 | 1,3958 | 21,4051 | 54,7196 | 60,6499 | 56,9324 | 46,7765 |
| México | 0,5612 | 0,3051 | 0,2570 | 0,5007 | 0,0384 | 5,5495 | 20,8657 | 44,7680 | 46,3843 | 46,3370 | 44,2199 |
| Média Total | 0,5619 | | 0,2346 | 0,4085 | 0,0398 | 2,9937 | 21,1758 | 50,1375 | 53,5118 | 51,9345 | 46,6434 |
| ESG Abaixo da Mediana | | | | | | | | | | | |
| Países | Média de AlavT | Média de AlavLP | Média de AlavCP | Média de Tang | Média de Rent | Média de LC | Média de LnRec | Média de ESG | Média de Social | Média de Gov | Média de Env |
| Argentina | 0,5810 | 0,2416 | 0,3399 | 0,5436 | 0,0366 | 1,4336 | 19,5750 | 33,0688 | 31,1390 | 45,5798 | 29,4792 |
| Chile | 0,5453 | 0,3430 | 0,2022 | 0,5256 | 0,0370 | 1,6394 | 21,2808 | 43,4757 | 43,8064 | 49,0947 | 41,6731 |
| Peru | 0,5080 | 0,2908 | 0,2148 | 0,6275 | -0,0503 | 1,6770 | 19,9307 | 36,6128 | 37,3815 | 47,9813 | 31,8221 |
| Média Total | 0,5448 | 0,2918 | 0,2523 | 0,5656 | 0,0078 | 1,5833 | 20,2621 | 37,7191 | 37,4423 | 47,5519 | 34,3248 |
| Estados Unidos | | | | | | | | | | | |
| Países | Média de AlavT | Média de AlavLP | Média de AlavCP | Média de Tang | Média de Rent | Média de LC | Média de LnRec | Média de ESG | Média de Social | Média de Gov | Média de Env |
| EUA | 0,8757 | 0,3781 | 0,5046 | 0,3300 | -0,2930 | 3,3902 | 20,2831 | 40,0018 | 42,6932 | 48,3512 | 37,1030 |