

THAIS PEITER CARBALLIDO MENDES

Análise da teoria econômica e geração de valor do ESG

São Paulo

2022

THAIS PEITER CARBALLIDO MENDES

Análise da teoria econômica e geração de valor do ESG

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais da Universidade de São Paulo (USP) como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Danilo Camargo Iglioni

São Paulo

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Mendes, Thais P. C.

Análise da teoria econômica e geração de valor do ESG – São Paulo, 2022

39 páginas

Área de concentração: Economia

Orientador: Prof. Danilo Camargo Iglioni

Monografia (Bacharelado em Economia – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais da Universidade de São Paulo (USP))

1.ESG; 2. Investimentos Responsáveis; 3. Teorema de Coase

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 MOTIVAÇÃO	8
1.2 OBJETIVO	9
2 METODOLOGIA.....	9
3 DEFINIÇÃO E CONTEXTO DO SURGIMENTO DO ESG	10
3.1 DEFINIÇÃO DO ESG	10
3.2 ORIGENS DO ESG	11
4 ANÁLISE DAS TEORIAS ECONÔMICAS RELACIONADAS AO ESG	15
4.1 ECONOMIA DOS ECOSSISTEMAS	15
4.2 TEOREMA DE COASE	17
4.3 TEORIA DO <i>SHAREHOLDER VALUE</i>	19
4.4 TEORIA DO <i>SHARED VALUE</i>	21
5 MODELO DE GERAÇÃO DE VALOR DO ESG	22
6 EVIDÊNCIAS DA GERAÇÃO DE VALOR DO ESG.....	26
6.1 CASOS DE SUCESSO DE EMPRESAS	26
6.2 ESTUDOS RELACIONADOS À GERAÇÃO DE VALOR DE ESG	29
7 CONCLUSÃO.....	33
REFERÊNCIAS.....	35

AGRADECIMENTOS

Aos professores do curso de Economia, por aguçarem ainda mais minha curiosidade de entender como realmente funcionam as coisas.

Ao Prof. Danilo Camargo Iglori, por me introduzir a Economia do Meio Ambiente e pelas orientações neste período de aprendizado.

Aos meus amigos que tive a sorte de conhecer ao longo do meu percurso da FEA, que alegraram meu dia a dia durante 5 anos e espero levar comigo para toda a vida.

Aos meus colegas do curso de economia, que tornaram os estudos mais leves e divertidos.

Aos meus amigos da FEA júnior USP, que formaram minhas melhores memórias da faculdade.

Aos meus colegas e treinadores dos times de Tênis e Atletismo, por me ensinarem a entrar em qualquer competição para ganhar de mim mesma, independente do resultado dos outros times.

As minhas amigas da escola, que continuam fielmente ao meu lado por tantos anos.

A minha terapeuta, que permitiu que eu me conhecesse melhor e construísse minha trajetória como economista.

As minhas mentoras, por acreditarem no meu potencial e me derem a oportunidade de trabalhar com ESG na prática.

A toda a minha família, por sempre desejarem minha felicidade.

A minha tia economista, pela força e inspiração.

Aos meus irmãos, pela parceria e alegria diária.

Aos meus pais, por tudo.

RESUMO

MENDES, T. P. C. **Análise da teoria econômica e geração de valor do ESG**. Monografia (Bacharelado em Economia – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais da Universidade de São Paulo), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Nos últimos anos, o tema das questões Ambientais, Sociais e de Governança, conhecido pelo acrônimo ASG ou ESG - em inglês, *Environmental, Social and Governance* -, tornou-se uma das principais pautas para o universo financeiro, empresarial e acadêmico. Embora não haja dúvidas acerca da relevância do tema atualmente, ainda são levantados aspectos sobre os reais efeitos da implementação dessa estratégia em empresas e análises de investimentos. Neste trabalho, foi realizada uma revisão da literatura sobre a origem do ESG no contexto global, um entendimento econômico sobre a solução que ESG oferece para questões ambientais e sociais da sociedade moderna e os resultados da incorporação dessa estratégia nas empresas. Conclui-se que o ESG pode ser uma solução *coasiana* para internalizar externalidades geradas por empresas. Além disso, encontrou-se evidências de uma relação positiva de performance de empresas e investimentos com a implementação de tal estratégia, mostrando que ESG não destrói valor nas empresas. No entanto, há limitações sobre ESG, principalmente por ainda não ser um modelo padronizado.

Palavras-chave: ESG. Investimentos responsáveis. *Teorema de Coase*.

ABSTRACT

MENDES, T. P. C. **ESG economic theory and value Generation**. Monograph (Bachelor's degree in Economics - Faculty of Economics, Administration, Accounting and Actuarial, University of São Paulo), São Paulo, 2022.

In recent years, the theme of Environmental, Social and Governance issues, known by the acronym ESG or ASG - in Portuguese, *Ambiental, Social and Governança* - has become one of the main agendas for the financial, business, and academic universe. Although there is no doubt about the relevance of the theme today, aspects are still raised about the real effects of the implementation of this strategy in companies and investment analyses. In this paper, a review of the literature on the origin of the ESG in the global context, an economic understanding of the solution that ESG offers for environmental and social issues of modern society and the results of the incorporation of this strategy in companies were carried out. It is concluded that ESG can be a coasian solution *to* internalize externalities generated by companies. In addition, evidence was found of a positive relationship of performance of companies and investments with the implementation of such strategy, showing that ESG does not destroy value in companies. However, there are limitations on ESG, mainly because it is not yet a standardized model.

Keywords: ESG. Responsible Investments. Coase Theorem.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Quadro resumo dos critérios de ESG	11
Figura 2 - Crescimento dos signatários do PRI G	11
Figura 3 - Economia <i>Donut</i>	17
Figura 4 - O <i>payoff</i> de ser uma “boa” empresa: o ciclo virtuoso	25
Figura 5 - A punição das empresas “más”	24
Figura 6 - Cenário em que as empresas “más” vencem: uma visão distópica	25

1 INTRODUÇÃO

1.1 MOTIVAÇÃO

O interesse da comunidade global de investimentos em questões Ambientais, Sociais e de Governança (ASG ou, em inglês, ESG) cresceu muito nos últimos anos. Aumentou o número de investidores que integram os critérios de ESG, chamados também de critérios de sustentabilidade ou responsabilidade social corporativa, nas análises de investimentos.

Entre 1990 e 2014, a quantidade de empresas publicando relatórios de sustentabilidade cresceu de 30 para mais de 7000 (MOZAFFAR; SERAFEIM; YOON, 2015). Desde 2006, quando foi criada a iniciativa da Organização das Nações Unidas (ONU) de Princípios de Investimentos Responsáveis (PRI), até o final de 2021, o número de fundos de investimentos signatários cresceu de 63 para 3826, saindo de US\$ 6,5 trilhões de capital sob gestão para US\$ 121,3 trilhões (PRI, 2021).

Devido a quantidade de empresas reportando critérios de sustentabilidade e o volume de capital comprometido com estratégias de investimentos responsáveis, o ESG passou a ser um dos tópicos mais relevantes entre grupos financeiros, empresariais e acadêmicos (MONZONI; CARREIRA, 2022).

Com essa relevância, diversas questões emergem sobre o papel do ESG na resolução do problemas socioambientais e a geração de valor dessa estratégia nas empresas. Podemos compreender o ESG como uma solução para problemas relacionados a diferenças de custos sociais e ambientais (HEAL, 2004). No entanto, pergunta-se porque tal solução ainda não foi implementado universalmente. Uma hipótese para a não implementação é a crença de que resolver os problemas sociais e ambientais não são o dever de uma companhia, e que investir recursos nessas questões poderia destruir valor para as empresas.

Este trabalho pretende evidenciar o contexto global em que surge a estratégia de ESG em empresas e investimentos a partir de uma revisão de uma literatura selecionada, bem como propor um entendimento econômico sobre o ESG como solução para os problemas socioambientais atuais. Por fim, pretende verificar quais são as evidências de geração de valor para as empresas em implementar tal estratégia.

O trabalho organiza-se em 7 seções. A seção 2 explica a metodologia para a realização do trabalho. A seção 3 traz a definição do ESG e origens do ESG no contexto global. A seção 4 traz uma análise econômica sobre os problemas ambientais e sociais endereçados por empresas por meio do ESG. A seção 5 traz um modelo de avaliação de geração de valor do

ESG em empresas e a seção 6 um conjunto de evidências da geração desse valor. Finalmente, a seção 7 conclui o trabalho.

1.2 OBJETIVO

Este trabalho objetiva:

1. Entender o contexto em que surge o conceito de ESG nos âmbitos acadêmico, empresarial e financeiro;
2. Entender a análise econômica que justifica a implementação de ESG em empresas.
3. Analisar modelos de como podemos mensurar a geração de valor do ESG em empresas e investimentos;
4. Analisar estudos que trazem evidências da geração de valor do ESG em empresas e investimentos.

2 METODOLOGIA

A presente pesquisa possui duas etapas em seu processo de investigação e tem como metodologia a revisão bibliográfica.

Na primeira etapa, que antecede e permeia todas as outras, realizou-se um levantamento do que vem sendo publicado na literatura acerca do desenvolvimento de ESG, critérios de sustentabilidade e investimentos responsáveis. Para tanto, foram consultadas as bases de dados do *Google Scholar* e de periódicos selecionados que reúnem as principais publicações científicas relacionadas à Economia, Finanças e Sustentabilidade. Os periódicos investigados foram: *Economia*, *World Development*, *Ecological Economics*, *American Economic Review*, *Journal of Environmental Economics and Management*, *Journal of Industrial Ecology*, *Review of Financial Economics*, *Journal of Banking & Finance*, *Journal of Business Ethics*, *Finance Research Letters*, *Financial Analyst Journal*, *The British Accounting Review*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, *Journal of Law, Finance and Accounting* e *Journal of Corporate Finance*.

Além disso, realizamos uma exploração sobre o tema em jornais, revistas, relatórios de empresas e organizações, livros e portais de teses e dissertações. Entre os resultados da investigação inicial, destacamos o fato de que diversos artigos são encontrados na língua inglesa. Essa carência de publicações nacionais é um fator que justifica e incrementa o interesse neste estudo.

Após a leitura crítica dos materiais encontrados, a segunda etapa consistiu na seleção dos principais artigos que se tornaram a base para esta pesquisa.

Nesta etapa, quatro trabalhos receberam destaque na elaboração da monografia. O primeiro, “Corporate Social Responsibility - An Economic and Financial Framework”, de Geoffrey Heal (2004), por construir uma análise econômica coerente sobre Responsabilidade Social Corporativa (RSC), neste trabalho reconhecido dentro do conceito de ESG. O segundo foi o artigo de Mario Monzoni e Fernanda Carreira (2022), em razão da excelente revisão da literatura acadêmica sobre a trajetória da concepção do que hoje chamamos de ESG. O terceiro, o livro “Reimagining Capitalism in a World on Fire” da economista Rebecca Henderson (2020), por trazer um questionamento sobre um modelo econômico que inclui o ESG como uma solução para a geração de valor na sociedade, empresas e investidores (HENDERSON, 2020). O quarto trabalho que recebeu destaque foi o de Cornell e Damodaran (2020), pois discorre sobre o desenvolvimento de um modelo que permite entender a geração de valor de ESG em empresas e investimentos, além do levantamento de um conjunto de estudos sobre evidências da geração de valor dessa estratégia e da análise crítica sobre o tema.

3 DEFINIÇÃO E CONTEXTO DO SURGIMENTO DO ESG

3.1 DEFINIÇÃO DO ESG

ESG (*Ambiental, Social and Governance*) ou, em português, ASG (Ambiental, Social e Governança) corresponde aos três principais critérios utilizados em investimentos para a mensuração da sustentabilidade e impacto social de uma empresa (FISH; KIM; VENKATRAMAN, 2019).

Em relação aos critérios ambientais, investidores avaliam as externalidades geradas pela companhia no meio ambiente, os riscos atrelados a esses impactos e como a companhia pode gerenciar esses riscos (FISH; KIM; VENKATRAMAN, 2019). São considerados os riscos à biodiversidade na produção da companhia, a fonte e a eficiência da energia utilizada, a emissão de gases de efeito estufa (GEE), a gestão do solo e a gestão de resíduos (JOLLY, 2020).

Nos critérios sociais, os investidores olham para os relacionamentos da companhia com seus *stakeholders*, como colaboradores, fornecedores, consumidores e a comunidade na qual a empresa está envolvida (FISH; KIM; VENKATRAMAN, 2019). Para isso, avaliam indicadores de diversidade e inclusão social dos colaboradores, se os direitos humanos estão sendo respeitados com fornecedores e colaboradores, se as condições de trabalho são justas, se há

respeito e proteção às comunidades locais e se a segurança de todos os *stakeholders* está sendo considerada (JOLLY, 2020).

Em relação à governança, investidores procuram entender se: i) a companhia utiliza métodos contábeis precisos, reporta seus resultados financeiros e de ESG de forma transparente; ii) oferece oportunidade dos *stakeholders* votarem em questões importantes da companhia; iii) há conflitos de interesse no conselho da companhia; iv) a companhia não teve tratamento indevidamente favorável por instituições públicas e se ela não se envolve em práticas ilegais (FISH; KIM; VENKATRAMAN, 2019). Para tal, são exigidos Códigos de Ética, prática de preços justos para consumidores e fornecedores, responsabilidade e transparência com o público e investidores, aderência a regulamentações de *compliance* e a práticas de contratação e gestão de pessoas responsáveis (JOLLY, 2020).

O quadro abaixo, adaptado e traduzido da tese de Jolly (2020), resume os principais pontos abordados em análises ESG:

Figura 1 - Quadro resumo dos critérios de ESG

Ambiental 	Biodiversidade  Proteção da biodiversidade e ecossistemas envolvidos na operação	Energia  Eficiência de energia, uso de renováveis e coprodução	Emissões de GEE  Redução das emissões e neutralização de carbono	Uso do solo  Gestão sustentável do solo e proteção dos ecossistemas	Gestão de resíduos  Destinação correta de resíduos, reciclagem e reuso
Social 	Diversidade  Direitos e oportunidades iguais para todos os stakeholders	Direitos humanos  Respeito da Declaração Universal de Direitos humanos (1948)	Condições de trabalho  Tolerância zero com trabalho escravo e infantil	Comunidades locais  Respeito e proteção a indígenas e outras comunidades legais	Segurança  Segurança de todos os stakeholders incluindo LGPD
Governança 	Corrupção  Código de ética apoiado e promovido pela governança	Comércio justo  Preços justos para consumidores e fornecedores	Transparência  Responsabilidade e engajamento públicos	Compliance  Aderência a leis e regulamentações específicas ao negócio	Responsabilidade  Contratação e gestão de colaboradores de forma responsável

Fonte: Jolly (2020, tradução e adaptação nossa)

3.2 ORIGENS DO ESG

Nesta parte do trabalho, faremos uma revisão histórica de iniciativas relacionadas à sustentabilidade. Iniciaremos em 1960, com as primeiras discussões sobre o tema, até 2004, quando foi cunhado o termo ESG, e então acompanharemos a evolução do ESG até 2022.

Em um artigo publicado na revista GV Executivo, em 2022, o coordenador e a pesquisadora do Centro de Estudos em Sustentabilidade da FGV EAESP (FGVces), Mario

Monzoni e Fernanda Carreira, realizaram uma revisão da literatura acadêmica sobre a trajetória da concepção do que hoje chamamos de ESG. Segundo os autores, até 60 anos atrás, não se falava sobre a integração de critérios ambientais, sociais e governamentais em tomadas de decisão.

Na fase da Revolução Industrial, prosperidade e poluição estavam associados e o progresso era simbolizado por fábricas exalando fumaça pelas chaminés (MONZONI; CARREIRA, 2022). Como é mencionado no artigo, foi no período da Revolução Industrial e das guerras mundiais que a ação humana se tornou impulsionadora da degradação ambiental, colocando-nos no novo patamar da era geológica, o Antropoceno. Junto com os problemas ambientais, geramos uma sociedade com pobreza e desigualdade.

Como a prosperidade era latente apenas no Norte Global, já que o Sul apresentava um desenvolvimento lento, em 1960, surgiram os primeiros estudos organizados pela Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) da Organização das Nações que questionaram o crescimento econômico como sinônimo de desenvolvimento.

Em 1972, a ONU realizou a Conferência sobre o Meio Ambiente Humano e, a partir daí, segundo Monzoni e Carreira (2022), iniciou-se uma série de agendas internacionais de estudos, conferências, convenções e pactos.

Na década de 1980, diversos desastres ambientais começaram a ocorrer, a exemplo do vazamento de gás tóxico na Índia que matou quinze mil pessoas. Organizações não governamentais (ONGs) passaram a demandar que empresas reportassem informações sobre as externalidades ambientais e sociais que geravam (HENDERSON, 2020).

No universo dos investimentos, segundo Monzoni e Ferreira (2022), a primeira iniciativa foi o movimento do *Socially Responsible Investing* (SRI), inaugurado por fundos de investimentos que se comprometeram a implementar filtros negativos. Tais filtros significavam que investidores não teriam em suas carteiras de investimentos empresas de setores que geram impactos negativos diretos na sociedade e no meio ambiente (como armas, bebidas, fumo, mineração, entre outros). O segundo movimento foi direcionado a filtros positivos, em que fundos se comprometeram a selecionar oportunidades e soluções que endereçassem questões ambientais.

Na década de 1990, os fundos SRI somavam cerca de US\$ 2 trilhões sob administração (MONZONI; CARREIRA, 2022). Nessa época, surge uma nova estratégia chamada *best-in-class*, em que investidores avaliam empresas por critérios ambientais, sociais e de governança, comparam-nas com seus pares no próprio setor e selecionam aquelas com melhor performance independente da intensidade dos impactos ambientais e sociais gerados.

Em 1999, foi fundado o *Global Reporting Initiative* (GRI) com o objetivo de padronizar relatórios de sustentabilidade. No entanto, os dados gerados por relatórios como o GRI tinham usabilidade apenas para ONGs e governos, com utilidade limitada para investidores (HENDERSON, 2020).

Em 2000, um marco importante foi o lançamento dos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio, que foram substituídos pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU em 2015 (MONZONI; CARREIRA, 2022). Esses consistem em 17 objetivos interconectados que abordam os principais desafios que empresas e outras organizações devem endereçar, a fim de contribuir para um mundo mais sustentável.

Em 2004, em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial chamada *Who Care Wins*, o secretário-geral da ONU fez uma provocação a 50 CEOs de grandes instituições financeiras sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais. Assim foi cunhando o termo ESG (PACTO GLOBAL, 2022).

Ainda nos anos 2000, surgiram os investimentos de impacto, nos quais investidores ponderam os impactos socioambientais gerados pelas empresas com os retornos financeiros, podendo optar por uma estratégia que priorize retornos socioambientais a financeiros (MONZONI; CARREIRA, 2022).

Com os critérios de ESG sendo considerados por investidores, as bolsas de valores começaram a publicar índices de sustentabilidade no mercado de capitais. O primeiro e mais conhecido é o *Dow Jones Sustainability Indexes* (DJSI). Em seguida, a Bolsa de Londres lançou o FTSE4Good, criado pelo jornal *Financial Times* e a *London Stock Exchange* (MONDONI, 2022). No Brasil, foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 (MONZONI; CARREIRA, 2022). Diversas bolsas de valores foram criando seus índices, gerando uma demanda na indústria de fundos para uma gestão voltada à sustentabilidade.

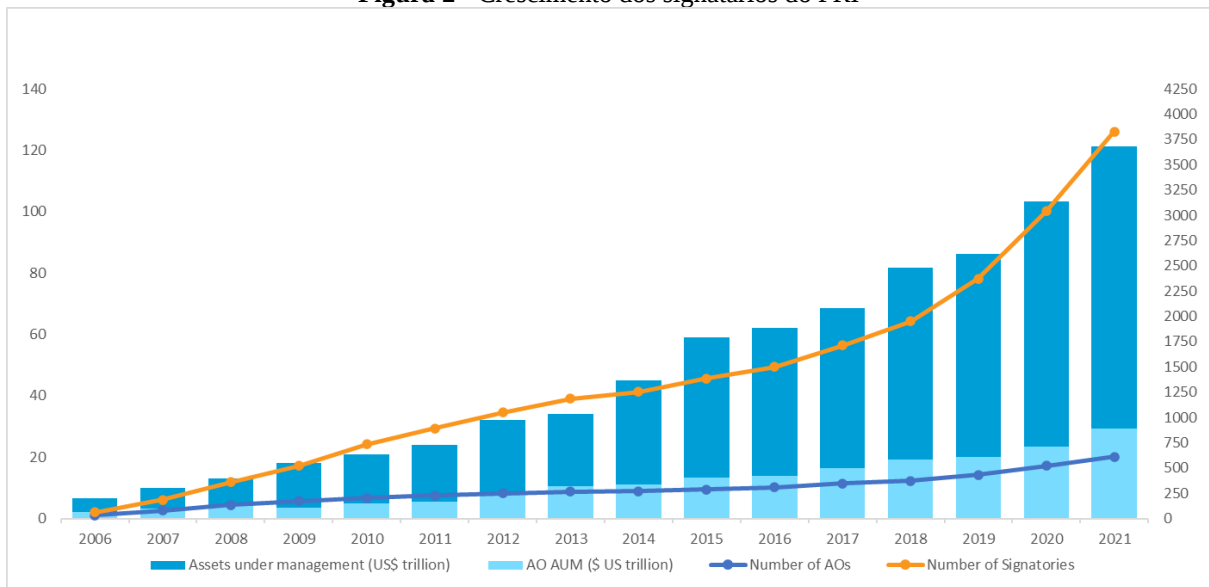
Em 2006, foi lançada a Princípios para o Investimento Responsável (PRI), uma rede de investidores apoiada pela ONU para implementar seis princípios aspiracionais voltados a investimentos responsáveis (PRI, 2021). A partir de então, diversas outras iniciativas foram surgindo para apoiar a integração de ESG em análises de investimentos além do mercado de capitais, como os *green bonds* no mercado de título e dívidas, os *Principles for Sustainable Insurance* (PSI) na indústria de seguros, *Principles for Responsible Banking* (PRB) na indústria bancária e *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), que orienta bancos centrais a responder aos desafios impostos pelas mudanças climáticas em economias no campo regulatório (MONZONI; CARREIRA, 2022).

Como concluem Monzoni e Carreira (2022), o termo ESG não foi uma novidade no setor, pois nasceu dentro do setor financeiro acompanhando a agenda internacional de organismos multilaterais, academia e setor empresarial, entre outros atores. No entanto, em 2020, o tema foi muito difundido e um dos catalisadores foi Larry Fink, *chairman* e CEO da BlackRock, a maior administradora de investimentos do mundo.

Em sua carta anual a investidores em 2020, Fink anunciou que a gestora passaria a incorporar critérios de sustentabilidade e riscos climáticos na gestão e construção de seu portfólio. Reforçou que empresas não irão conseguir atingir lucros a longo prazo sem abraçar seu propósito e sem beneficiar todos os *stakeholders*, incluindo acionistas, colaboradores, consumidores e comunidades em que operam (FINK, 2020). Em cartas publicadas em anos anteriores, Larry Fink já havia dito que as empresas deveriam servir a um propósito social, não apenas gerando performance financeira, mas também contribuições positivas para a sociedade (FINK, 2019). Mas a carta publicada em 2020 foi um motor para que grandes empresas corressem para se posicionar e relatar suas ações ESG e investidores corressem para incorporar análises de ESG em seus portfólios (MONZONI; CARREIRA, 2022).

Somado ao anúncio do Larry Fink, o contexto da pandemia gerada pela Covid-19 aumentou a preocupação de diversos agentes da sociedade em relação às questões sociais e ambientais.

Para entendimento do crescimento global em investimentos relacionados ao ESG, é válido analisar o crescimento de signatários do PRI. Em 2019, eram 2372 signatários, representando US\$ 86,3 trilhões de capital sob gestão, o que corresponde a um crescimento de 22% em relação a signatários e 6% em relação ao capital sob gestão em 2018. Em 2020, o número de signatários subiu para 3038 e US\$ 103,4 trilhões, um crescimento de 28% de signatários e 20% de capital sob gestão em 2019. No ano de 2021, chegaram a 3826 signatários e US\$ 121,3 trilhões, um crescimento anual de 26% e 17% em relação aos signatários e capital sob gestão, respectivamente (PRI, 2022).

Figura 2 - Crescimento dos signatários do PRI

Fonte: PRI (2022)

Entendemos que o ESG surgiu em um contexto de tentativa de resolução de problemas gerados por empresas no meio ambiente e na sociedade. Na próxima parte deste trabalho, buscaremos trazer um entendimento econômico da natureza dos problemas ambientais e sociais gerados pelas empresas.

4 ANÁLISE DAS TEORIAS ECONÔMICAS RELACIONADAS AO ESG

4.1 ECONOMIA DOS ECOSSISTEMAS

Andrade e Romeiro (2011) propõem uma reflexão sobre a degradação ambiental e a teoria econômica e argumentam que “a teoria econômica convencional de cunho neoclássica não oferece um aparato teórico e metodológico para tratar os desafios colocados”. Os desafios considerados são a degradação dos ecossistemas terrestres, que reduzem os benefícios derivados do bem-estar humano e colocam em risco a própria sustentabilidade do sistema econômico e bem-estar das gerações futuras.

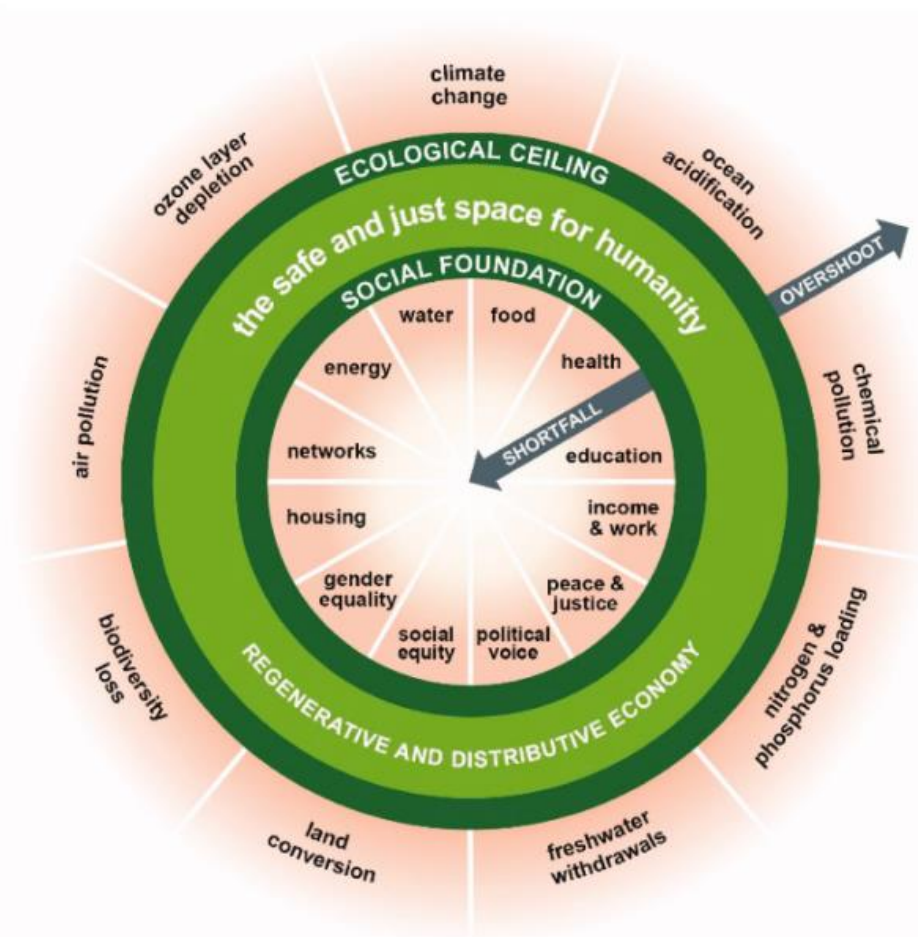
São apontados três argumentos. Primeiro, a economia neoclássica não reconhece a problemática do capital natural enquanto obstáculo para o contínuo aumento do sistema econômico, acreditando que o progresso tecnológico possibilitará a substituição entre os diversos tipos de capital. Segundo, considera o sistema econômico harmônico e auto regulável, regulado por um conjunto de leis previsíveis, em que os fenômenos são reversíveis e não há possibilidade de perdas irreparáveis. Terceiro, falha em reconhecer a complexidade da ligação

entre o sistema econômico e a sua base ecológica. Andrade e Romeiro (2011) sugerem que, a economia, “enquanto ciência comprometida com o contínuo aumento da qualidade de vida deve envidar esforços no sentido de criar pistas teóricas e práticas que evitem e/ou revertam a atual trajetória de contínua degradação das condições mínimas de vida na Terra”. Os autores propõem a operacionalização do conceito de transdisciplinaridade, para que se construam esquemas analíticos mais apropriados para tratar da temática complexa e transversal da degradação ambiental.

Conforme comparam Monzoni e Carreira (2022), a Economia Clássica previa que o meio ambiente e a sociedade eram recursos a serviço da economia, já a Economia Ambiental considera os três fatores iguais e a Ecológica entende que a sociedade e o meio ambiente impõem limites à economia, um subsistema.

Outra destacada economista que propõe um novo formato do pensamento econômico para endereçar os desafios sociais e ambientais do século XXI é Kate Raworth, autora do livro “Economia Donut” (2017). Em seu modelo, propõe um diagrama em formato de *donut* (Figura 3). Raworth delimita o alicerce social no anel interno do *donut*, este composto por 12 elementos básicos que nenhum indivíduo deveria sofrer escassez e, no anel externo, o teto ecológico com os nove limites de pressão que podemos colocar no planeta. Redesenhando a economia, a economista propõe incluir as preocupações ambientais e sociais na política, economia, educação, empresas e estratégias econômicas.

Figura 3 - Economia donut



Fonte: Raworth (2017)

Trazemos aqui alguns questionamentos a respeito de como a análise econômica pode contribuir para endereçar os problemas sociais e ambientais atuais. Na próxima parte deste trabalho, focaremos em entender o problema econômico dos limites ecológicos e problemas sociais entre as empresas e a sociedade, relacionando-o ao ESG.

4.2 TEOREMA DE COASE

Quase todos os conflitos entre corporações e sociedade podem ser atribuídos a duas fontes: discrepâncias entre custos e benefícios privados e sociais, ou diferentes percepções do que é considerado justo (HEAL, 2004).

Conforme argumenta Heal (2004), o equilíbrio competitivo no mercado é Pareto eficiente quando os custos e benefícios privados e sociais são os mesmos. Nesse caso, o que é mais lucrativo para a corporação é também o melhor para a sociedade. No entanto, não necessariamente um mercado eficiente é necessariamente socialmente ótimo se for considerada

a distribuição de bem estar, pois as ações das empresas afetam o bem estar dos indivíduos sem a sua compensação ou autorização, gerando externalidades.

Podemos relacionar esses conflitos entre empresas e a sociedade com ESG por meio de alguns exemplos. Os conflitos relacionados ao meio ambiente, critério “E” do ESG, quase sempre derivam da diferença do custo privado e do custo social associado à poluição. Com a disseminação de poluentes em uma produção, alguns custos sociais são externalizados à população como: aquecimento global, chuva ácida e poluição nas cidades. Esses são exemplos de custos sociais superiores aos privados e consequentes conflitos entre as empresas e a sociedade (HEAL, 2004).

O desmatamento é outra fonte de conflito ambiental, novamente impulsionado por diferenças de custos e benefícios. Para um proprietário de terras, as florestas normalmente têm valor econômico apenas como madeira e terras agrícolas, enquanto para a sociedade em geral têm valor recreativo, valor de existência, valor no apoio à biodiversidade e valor no sequestro de carbono. Assim, os benefícios sociais da conservação excedem os privados, pois a sociedade quer mais conservação do que as empresas consideram lucrativa fornecer (HEAL, 2004).

Conflitos relacionados às questões sociais, “S” do ESG, têm sido principalmente relacionados aos salários baixos e condições precárias de trabalhadores de países pobres, contratados por empresas de países ricos. A oferta e demanda de trabalho em países pobres equilibra-se com um pagamento de USD 1 por dia, enquanto os produtos são vendidos nos países ricos por USD 100 para pessoas com renda de USD 50 mil. Percebe-se nesse caso como, apesar de ser um mercado eficiente, não é justo para os trabalhadores (HEAL, 2004).

A dificuldade para solucionar o problema do custo social é que as externalidades são diversas, com dimensões variadas e geram efeitos diretos e indiretos que incidem em indivíduos distribuídos em diversos locais e em diferentes gerações. Há uma complexidade em entender todos os problemas, mensurar os impactos, estabelecer estratégias de mitigação e formas de compensação das externalidades. Por isso o ESG, como um conjunto de indicadores que se propõe a mensurar a sustentabilidade e impacto social das empresas (FISH; KIM; VENKATRAMAN, 2019), possui um papel útil na resolução de conflitos entre as empresas e a sociedade.

O ESG é uma forma de caracterizar e mensurar a complexidade que os custos sociais exigem, permitindo que as empresas se sensibilizem em relação às externalidades geradas em sua produção e atuem para mitigá-las.

Como já vimos, o ESG surgiu dentro do setor financeiro em tentativa para endereçar questões sociais e ambientais em uma agenda internacional, envolvendo organismos multilaterais, academia e setor empresarial (MONZONI; CARREIRA, 2022).

O ESG se relaciona, portanto, com o teorema de Ronald Coase (1960) no clássico artigo “O Problema do Custo Social” em que defende que na presença de externalidades, as partes envolvidas podem se reunir e fazer arranjos pelos quais a externalidade é internalizada e a eficiência é assegurada.

ESG pode ser considerada uma solução *coasiana* para alguns problemas associados a custos sociais, tendo um papel de alocação de recursos em casos de falhas de mercado causadas por diferenças entre o custo social e o custo privado, além de atuar em casos em que há fortes divergências distributivas.

Sabemos, porém, que o conceito do ESG foi criado há mais de uma década e ainda não foi adotado universalmente. Um dos motivos levantados para a não integração de ESG é que o principal foco de qualquer firma é a maximização de lucros e ainda não é claro para as empresas como a implementação de ESG pode afetar sua performance financeira. Tentaremos investigar neste trabalho a relação entre a performance financeira de uma empresa e a sua atuação em relação a problemas socioambientais.

4.3 TEORIA DO *SHAREHOLDER VALUE*

Na década de 1970, pregava-se que o único dever de uma empresa era maximizar o valor para os acionistas, o *shareholder value*. Um dos pioneiros dessa teoria foi o economista Milton Friedman, que em 1970 publicou um artigo na revista The New York Times (FRIEDMAN, 1970) reforçando a doutrina de seu livro “Capitalism and Freedom” (1962) (FRIEDMAN, 2020/1962). A publicação do artigo foi um importante motor para disseminar a teoria de que a única responsabilidade social das empresas consistiria em aumentar lucros.

A base da teoria do *shareholder value* de Friedman foi resumida em três principais argumentos por Rebecca Henderson em seu livro “Reimagining Capitalism in a world on fire” (HENDERSON, 2020). O primeiro argumento é o de que o livre mercado é perfeitamente eficiente, sendo essa característica um impulso para gerar prosperidade econômica. Isso significa que se todas as empresas de um determinado setor focarem no dever de maximizar lucro, a competição entre elas as tornará eficientes e inovadoras, prevenindo a ocorrência de monopólio de mercado. Além disso, o mercado livre e eficiente permite que os preços

equilibrem a oferta e a demanda dos produtos, coordenando a produção de milhões de empresas com o desejo de bilhões de consumidores.

O segundo argumento consiste na ideia de que o livre mercado cria liberdade individual, permitindo que indivíduos tomem decisões sobre como alocar seus recursos e tempo disponíveis (HENDERSON, 2020).

O terceiro argumento afirma que os executivos de empresas são funcionários dos acionistas e possuem a responsabilidade única e moral de conduzir a empresa de acordo com os interesses daquele grupo: gerar a maior quantidade de dinheiro possível. Qualquer decisão tomada por um executivo que não fosse voltada para a maximização de lucros seria um ato de traição do dever para com os investidores, além de tornar a sociedade mais pobre e menos livre (HENDERSON, 2020).

Vejamos um exemplo trazido pelo autor Friedman (1970). Segundo o economista, um executivo que tomasse uma decisão de aumentar gastos para reduzir a poluição gerada pela empresa além do nível exigido por lei, com o intuito de contribuir com o meio ambiente e o bem-estar da sociedade, estaria gastando um dinheiro que não lhe pertence. Uma ação como essa poderia reduzir o retorno dos acionistas, majorar o gasto dos consumidores pelo aumento do preço dos produtos e diminuir a renda dos colaboradores, trazendo prejuízos à sociedade e tornando-a mais pobre. O economista defende que se os consumidores e colaboradores, em seus desejos pessoais, buscam atuar para a diminuir a poluição, devem gastar o próprio dinheiro independente da companhia. Entende-se que a ação do executivo teria restringido a liberdade dos colaboradores e consumidores.

No entanto, Henderson (2020) ressalta que a prosperidade e a liberdade só são geradas pela maximização de lucro nas condições de um mercado livre e justo e argumenta que essas não são condições do capitalismo moderno.

O livre mercado ocorre quando os preços refletem todas as informações disponíveis, quando há oportunidades iguais para todos os indivíduos e quando as regras do mercado seguem uma competição justa. Segundo Henderson (2020), em concordância com a teoria de Coase (1960) os produtos não estão propriamente precificados por não incluírem externalidades geradas pelas empresas. Além disso, uma grande parte da população não possui habilidades necessárias para exercer sua liberdade de oportunidade e as empresas conseguem influenciar as regras do mercado de acordo com o interesse próprio em detrimento do bem-estar da sociedade.

Nessas condições, a autora questiona a ideia do *shareholder value* e afirma que “as empresas deveriam ter o dever moral de ajudar a criar um sistema genuinamente competitivo, com preços apropriados e instituições mais fortes” (HENDERSON, 2020, p. 25). Acrescenta,

ainda, que as empresas deveriam contribuir para os três principais problemas da sociedade atual: “a degradação ambiental, desigualdade econômica e o colapso das instituições” (HENDERSON, 2020, p. 26).

Esses problemas citados por Henderson (2020), denominados também por externalidades, não serão resolvidos apenas pelas empresas, mas a sua atuação é importante no conceito do capitalismo reimaginado por Henderson, que consiste em cinco partes descritas no próximo item deste trabalho.

4.4 TEORIA DO *SHARED VALUE*

A primeira parte do novo conceito de capitalismo reimaginado por Henderson (2020) consiste na criação do *shared value*, em que as empresas conseguem não apenas lucrar, mas contribuir para tornar a sociedade mais próspera, livre, em um planeta habitável e em uma sociedade saudável. Lucrando e sendo gerenciadas do jeito “certo”, as empresas simultaneamente reduzem riscos, controlam custos e aumentam demandas.

A segunda parte consiste na construção de empresas movidas por propósito. Organizações devem tratar pessoas com respeito e dignidade, empoderadas para serem co-criadoras na construção de uma comunidade dedicada à criação de valor compartilhado. De acordo com Henderson (2020), evidências sugerem que empresas que gerenciam seus colaboradores dessa forma são significativamente mais inovadoras e produtivas em relação a empresas competidoras. Como construir empresas dedicadas ao *shared value* será disruptivo, desafiador e arriscado, elas precisarão de times melhor preparados para lidar com a transição. Além disso, uma organização gerenciada nessas condições é uma parte essencial na construção de uma sociedade mais justa e sustentável.

A terceira parte considera uma transformação no sistema financeiro, principalmente por este priorizar a maximização de retornos no curto prazo e isso significar uma barreira em tomadas de decisões voltadas ao *shared value*. Henderson (2020) acredita que as finanças tradicionais são o principal desafio dessa transformação, mas uma das formas de persuadir investidores a apoiar empresas sustentáveis seria desenvolver métricas que demonstrem que gerenciar uma empresa do jeito “certo” é também o jeito mais lucrativo.

O ESG, como sugere Henderson (2020), é uma das maneiras de solucionar esse desafio. Outra opção citada é a de que empresas procurem fontes alternativas de capital, como os investimentos de impacto, em que investidores ponderam o retorno financeiro junto ao impacto socioambiental gerado pela companhia.

Henderson (2020) acredita que a transformação no sistema financeiro fará uma enorme diferença, entretanto, ainda não será suficiente. Outro fator necessário, a quarta parte de seu modelo de capitalismo reimaginado, é que as empresas aprendam a cooperar e se mobilizem em conjunto para resolver problemas públicos em larga escala tanto no âmbito privado quanto em parcerias com instituições públicas.

Por fim, a quinta parte consiste na reconstrução e conserto dos governos, desenvolvendo novas leis e regulamentações que apoiem a transformação de empresas voltadas ao *shared value*.

Podemos concluir que a proposta do novo capitalismo de Henderson (2020) se relaciona com o Teorema de Coase em sugerir que empresas, o governo e a sociedade se unam para internalizar as externalidades. Interessante notar também que, apesar de a economista sugerir que a teoria do *shareholder value* de Friedman (1970) seja substituída pelo *shared value*, ela defende que essa nova formatação é a melhor para que empresas gerem lucros no longo prazo. Tentaremos compreender na próxima parte deste trabalho se é possível que o ESG, cumprindo seu papel de endereçar as externalidades sociais e ambientais, permite também que empresas mantenham ou melhorem sua performance financeira.

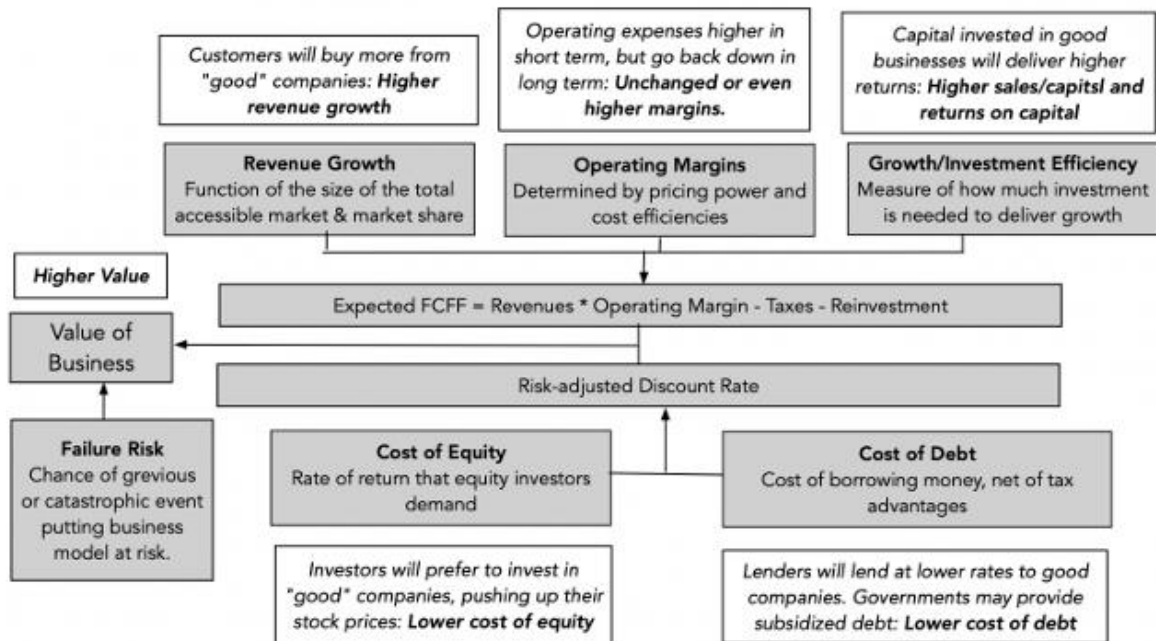
5 MODELO DE GERAÇÃO DE VALOR DO ESG

A fim de conseguir analisar se ESG está de fato gerando valor para as empresas, Damodaran e Cornell (2020) criaram um modelo de avaliação que permite analisar como ações socialmente responsáveis podem manifestar ingredientes tangíveis de valor e se essas ações estão criando valor para empresas e investidores.

Segundo os autores, a avaliação de uma empresa, de forma simplificada, é a expectativa de geração de caixa da companhia descontada de uma taxa de risco. Nessa equação, há quatro alavancas possíveis para a geração de valor: (i) crescimento de receita, (ii) margens operacionais, (iii) eficiência em investimentos (que podem aumentar o caixa da companhia) e (iv) redução de riscos (que pode diminuir a taxa de desconto). Em um cenário positivo, as empresas que atuam com responsabilidade social, chamadas pelos autores de empresas “boas”, conseguem gerar resultados positivos em todas as alavancas, como demonstrado no quadro abaixo.

Figura 4 - O payoff de ser uma “boa” empresa: o ciclo virtuoso

Figure 2: The Payoff to Being Good: The Virtuous Cycle



Fonte: Cornell e Damodaran (2020)

Em resumo, (i) a receita da companhia aumenta, porque consumidores estão dispostos a comprar de empresas socialmente responsáveis. As (ii) margens aumentam, pois a estrutura de custos da empresa se ajusta no longo prazo, mesmo que haja aumento de gastos no curto prazo. Isso permite que empresas “boas” tenham (iii) investimentos mais eficientes que empresas “más”. Diferentes cenários de como empresas podem ser melhores socialmente geram melhores resultados para a companhia. Se a empresa aumentar salários, irá diminuir o *turnover* dos funcionários e os deixará mais satisfeitos e produtivos, entregando melhores resultados. Se a empresa procurar fornecedores mais preocupados com questões sociais, mesmo que mais caros, podem fornecer serviços e produtos com melhor qualidade. Investidores preocupados com questões sociais estão mais dispostos a investir em empresas “boas”, diminuindo taxas de desconto, reduzindo o *cost of equity*, e bancos estarão mais dispostos a emprestar dinheiro para empresas com preocupações sociais. Por fim, (iv) a empresa reduz riscos por operar em um modelo de negócios protegido de escândalos ou eventos catastróficos (CORNELL; DAMODARAN, 2020).

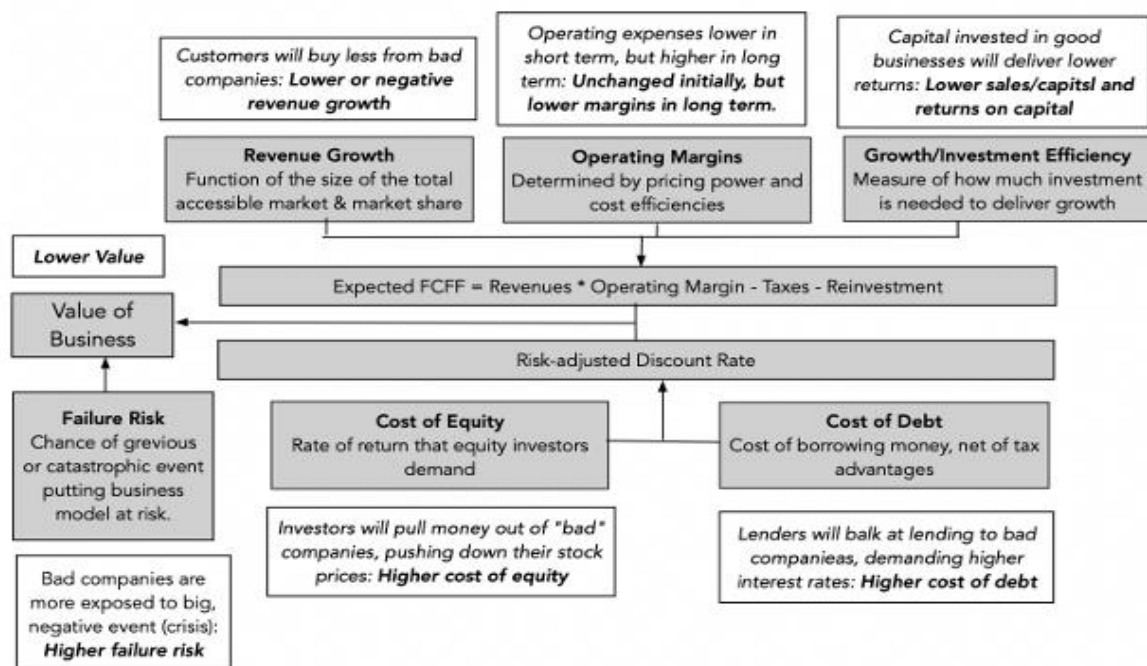
No entanto, os autores argumentam que há alguns critérios específicos para que esse cenário funcione para empresas. Alegam que seria difícil para uma empresa grande conseguir que todos investidores e crediários ofereçam capital nessas condições. Acrescentam que uma

grande base de clientes, citando o exemplo da Nike, empresa com receita de US\$ 434,35 bilhões, não conseguiria fazer o compromisso de ser socialmente responsável e manter sua base de consumidores. Acreditam que empresas listadas não seriam capazes de tomar decisões de fazer o bem social por conta do controle dos acionistas, enquanto empresas privadas teriam maior facilidade. Finalmente, colocam que esses critérios podem ser mais facilmente aplicados em empresas menores, mas conforme a empresa for crescendo, terá maior dificuldade para escalar fazendo o bem e terá que decidir entre manter o comprometimento com ESG ou crescer menos e gerar menos valor (CORNELL; DAMODARAN 2020).

Outro cenário descrito por Cornell e Damodaran (2020) é o caso de empresas “más” que são punidas. Como resume o quadro abaixo, consumidores deixam de comprar seus produtos, investidores estão menos dispostos a investir, os bancos menos dispostos a emprestar dinheiro e a empresa está mais exposta a riscos. Os autores apontam que esse cenário não é tão bom quanto o anterior, pois o incentivo para que empresas não sejam “más” é maior do que para serem “boas”.

Figura 5 - A punição das empresas “más”

Figure 3: The Punishment for Being Bad: The Punitive Vision

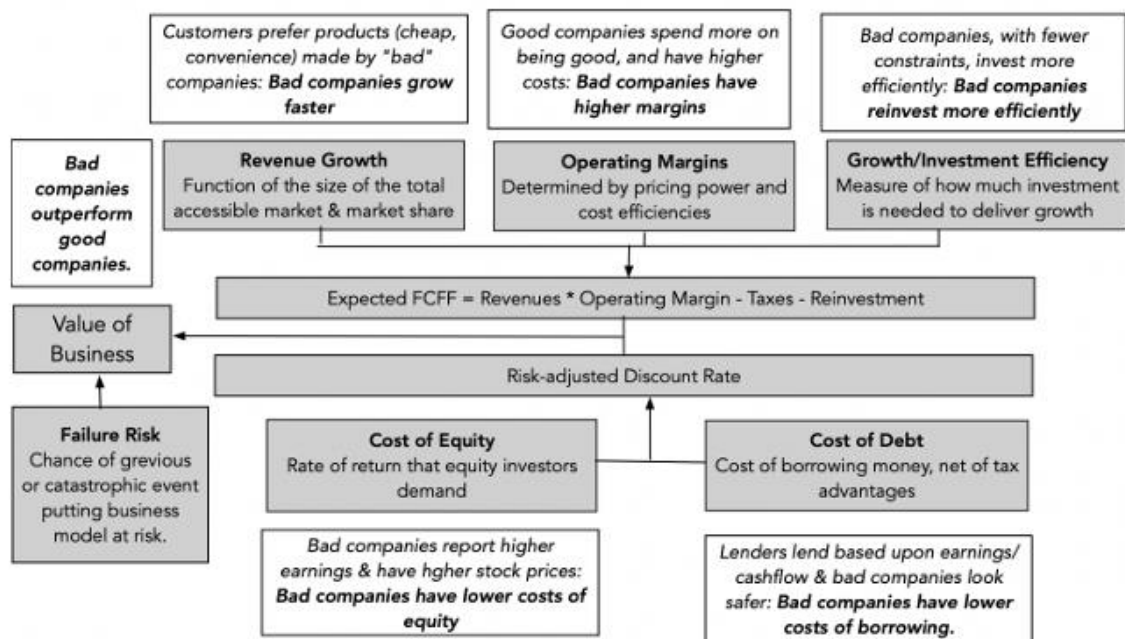


Fonte: Cornell e Damodaran (2020).

O terceiro cenário distópico é aquele em que empresas “boas” são punidas e empresas “más” são recompensadas, como resume o quadro abaixo. Nele, as empresas “más” enganam o mercado sobre responsabilidade socioambiental sem tomar ações de fato, continuam vendendo a preços mais baixos e consumidores continuam comprando, porque é mais barato ou conveniente. As margens da empresa são maiores do que as empresas que aumentaram seus custos e os investidores compram as ações porque os resultados esperados são maiores. Apesar de pontuarem mal em ESG, possuem alta lucratividade e desempenho no preço das ações.

Figura 6 - Cenário em que as empresas “más” vencem: uma visão distópica

Figure 4: The "Bad" Companies win: The Dystopian Vision



Fonte: Cornell e Damodaran (2020)

No entanto, Cornell e Damodaran (2020) argumentam que o primeiro cenário, o mais favorável para a estratégia de ESG, não é comprovado por estudos. Alegam que a evidência de que os mercados recompensam as empresas por serem “boas” é fraca e inexistente, o que pode significar que os mercados estão avaliando racionalmente as ações ESG e descobrindo que elas têm pouco efeito sobre o valor ou que os mercados são míopes e não estão incorporando os aumentos de valor associados a empresas serem mais conscientes socialmente a longo prazo.

Para endereçar essa questão, a próxima parte deste trabalho pretende reunir casos de empresas que internalizaram externalidades por meio da implementação de ESG e mantiveram boa performance financeira, evidenciando o primeiro cenário de Cornell e Damodaran (2020).

6 EVIDÊNCIAS DA GERAÇÃO DE VALOR DO ESG

6.1 CASOS DE SUCESSO DE EMPRESAS

Como primeiras análises, serão trazidos três casos de empresas que internalizam externalidades por meio do ESG e observam um impacto positivo na performance financeira. Dois casos de empresas são mencionadas por Henderson (2020), Nike e Unilever, se enquadram no primeiro cenário descrito por Cornell e Damodaran (2020), em que o ESG agregou valor em suas estratégias. Em seguida, será descrito o caso da Whole Foods, uma empresa que mede seu sucesso pela geração de valor de todos os *stakeholders*. O terceiro caso recebe destaque neste trabalho por ter sido um debate publicado na revista Reason entre o CEO da companhia, John Mackey, e o economista Milton Friedman, precursor da teoria do *shareholder value*.

O primeiro caso citado por Henderson (2020) é o da Unilever, empresa global de bens de consumo que transformou a cadeia de produção da maior marca de chás do mundo, a Lipton, tornando-a sustentável e socialmente responsável. Com isso, gerou como resultados a redução de riscos e o aumento da demanda pelo produto. A Unilever vendia US\$ 6 bilhões em chás por ano, mas a marca se encontrava em uma guerra de preços e não havia muitos diferenciais entre concorrentes. O gerente da marca, Michiel Leijnse, acreditava que a indústria de chás poderia estar em uma espiral da morte, pois todas as marcas estavam baixando preços e pressionando umas às outras. A solução proposta por Michiel foi tornar a cadeia de Lipton 100% sustentável.

Segundo Henderson (2020), o gerente da marca levantou três argumentos para realizar essa transformação. O primeiro foram os riscos ambientais da indústria - fator “E” do ESG. A produção de chás dependia de práticas prejudiciais ao meio ambiente, degradando o solo, aumentando a erosão, diminuindo a produtividade, exigindo o uso cada vez maior de agrotóxicos e tornando a produção cada vez mais cara e difícil. Se não mudassem o modo de produção, seria impossível manter a qualidade e quantidade de chás produzidos pela companhia.

O segundo motivo foi uma questão social, o fator “S” do ESG, que trazia riscos à marca. As condições de trabalho dos produtores eram hostis: recebiam menos de US\$ 1 por dia, carregavam muito peso, viviam em condições sanitárias e em moradias precárias e tinham pouco ou nenhum acesso à saúde e educação para seus filhos. O gerente da marca sabia que a Unilever corria o risco de ser atacada pela mídia, o que representaria um custo enorme para a companhia.

O terceiro motivo alegava que tornar a marca Lipton sustentável aumentaria a demanda dos consumidores pelos chás da Unilever. Segundo Henderson (2020), os consumidores não estão dispostos a pagar mais apenas por sustentabilidade, mas estão dispostos a trocar para uma marca sustentável se o produto combinar preço, qualidade e funcionalidade.

Com a transformação na cadeia da Lipton, as falhas de mercado na produção foram resolvidas, tanto tornando as condições de trabalho mais justas, quanto mitigando a degradação ambiental. No quesito de performance financeira, o custo da produção aumentou 5%, mas em compensação as fazendas aumentaram a produtividade entre 10 e 15%. Além disso, o *market share* da Lipton chegou a aumentar mais de 1 ponto percentual e as vendas aumentaram mais de 10% em alguns países. O caso fez tanto sucesso na companhia que levou outras marcas da Unilever a se tornarem sustentáveis. Em 2019, as marcas mais sustentáveis cresceram 69% mais rápido que o resto da empresa e representaram 75% do crescimento da companhia (HENDERSON, 2020).

O segundo caso apontado por Henderson (2020) é o da Nike, empresa global de roupas e tênis esportivos. A empresa produzia suas peças a partir de fornecedores que praticavam trabalho escravo infantil e, diferente do caso da Unilever, a Nike de fato sofreu as consequências quando o caso foi divulgado na mídia. Mais de 300 artigos foram publicados expondo as condições das crianças. O CEO da empresa, Phil Knight, em um primeiro momento, não se responsabilizou pela cadeia de produção, já que era um serviço terceirizado. No entanto, cinco anos depois da primeira publicação, em 1998, a empresa sofreu diminuição no crescimento e Phil Knight então reconheceu o fato de a marca estar sendo associada à exploração e ao trabalho escravo infantil. Nesse cenário, o CEO se comprometeu a melhorar as condições de trabalho dos fornecedores e percebeu que não bastaria apenas ela mudar de comportamento, mas seus concorrentes deveriam fazer o mesmo. A empresa se uniu a outras e criou a *Sustainable Apparel Coalition*, uma organização dedicada a resolver a crise da cadeia de produção. Atualmente, a Nike é uma das marcas mais sustentáveis do mundo (HENDERSON, 2020).

Interessante notar como nos dois casos citados as empresas cumprem os quatro critérios descritos por Cornell e Damodaran (2020) como desafios para implementação e geração de valor com ESG: são empresas grandes, seus consumidores não são de nicho, as empresas crescem em níveis elevados e são empresas listadas, tendo acionistas com múltiplos interesses, não apenas em ESG. Assim, essas empresas exemplificam casos de sucesso do primeiro cenário do artigo dos autores, em que vale a pena o *payoff* para aplicar práticas socialmente responsáveis e resolver o problema do custo social.

O terceiro caso é o da empresa Whole Foods, uma rede de supermercados multinacional dos Estados Unidos que comercializa produtos naturais e orgânicos. Segundo John Mackey, CEO da companhia, em 2005, a empresa havia faturado mais de US\$ 4,6 bilhões, com lucro líquido de US\$ 160 milhões e uma capitalização de mercado de mais de US\$ 8 bilhões. Mesmo com indicadores financeiros positivos, Mackey mensura o sucesso da companhia pela quantidade de valor criado para os seis *stakeholders* mais importantes: consumidores, colaboradores, investidores, vendedores, comunidades e o meio ambiente. Como mencionado ainda no debate com Friedman, Mackey e Rodgers (2005), o executivo discorda fortemente de Friedman no sentido de que o dever social das empresas é apenas maximizar lucro para os acionistas, mesmo se considerando um “libertário do livre mercado”.

Em sua argumentação, Mackey relembra que Friedman acreditaria que doar tempo e dinheiro para a filantropia seria roubar dinheiro dos investidores. Portanto, o altruísmo deveria ser realizado com dinheiro das próprias pessoas e não com o da companhia, pois os administradores de uma empresa têm a responsabilidade fiduciária única de maximizar valor para os acionistas. Mackey concorda com o posicionamento, mas acha uma argumentação limitada. Acredita que há casos em que a filantropia corporativa pode ser boa para a empresa e beneficiar todos os *stakeholders*, incluindo os acionistas.

Como exemplo, conta o caso da campanha 5% Day, da Whole Foods, na qual a companhia doa 5% de toda a receita das lojas para ONGs. Nessa campanha, a Whole Foods realiza parceria com ONGs que têm extensa lista de apoiadores contatados pela organização e encorajados a comprar no Whole Foods para contribuir com a ONG. Assim, a Whole Foods ganha centenas de novos consumidores que se fidelizam à marca e se tornam consumidores regulares. Nesse caso, doar dinheiro para filantropia é uma excelente estratégia de marketing, beneficiando os acionistas.

Mackey acrescenta ainda que campanhas assim poderiam ser justificadas mesmo se não gerarem mais lucros e marketing para a companhia, pois empreendedores deveriam ser mais empáticos e menos egoístas. Provocando os economistas liberais, o CEO menciona outra ideia de Adam Smith - além da conhecida mão invisível do mercado - que deveria ser incluída na economia e nos negócios: a teoria do livro *Teoria dos Sentimentos Morais* (SMITH, 1759/2015). Segundo essa teoria, a natureza humana não é apenas baseada em interesse próprio, mas inclui simpatia, empatia, amizade, amor e desejo de aprovação social. Assim, Mackey acredita que as empresas deveriam adotar uma nova forma de capitalismo que gere valor para todos os *stakeholders* (FRIEDMAN; MACKEY; RODGERS, 2005).

A partir dos casos destas empresas, fica claro como ESG pode ser uma solução *coasiana* para alguns problemas associados a custos sociais e essa estratégia foi positiva para a performance financeira das companhias.

6.2 ESTUDOS RELACIONADOS À GERAÇÃO DE VALOR DE ESG

A fim de analisar as evidências de geração de valor do ESG em empresas e investimentos, diversos estudos foram realizados. No entanto, uma das dificuldades de avaliar a relação do ESG com indicadores de desempenho das empresas é a falta de padronização de métricas de ESG. Segundo Fish, Kim and Venkatraman (2019), existem mais de 600 ESG *ratings* sendo produzidos globalmente, entre eles: MSCI, ISS-oekom ESG Corporate Rating, ISS-oekom ES Quality Score, Bloomberg ESG, Sustainalytics, Vigeo Eiris, Dow Jones *Sustainability Indexes* (DJSI) e CDP. Assim, cada estudo seguiu uma metodologia diferente para chegar aos resultados.

Ziegler *et al.* (2014) examinou empiricamente a relação entre *Socially Responsible Investment* (SRI) e performance das ações. Considerou empresas dos EUA e da Europa entre 1998 e 2009 e notou retornos anormais insignificantes tanto no mercado americano quanto europeu. No entanto, não encontrou performance negativa nesse tipo de investimento.

Schramade (2016) destaca que, para que investimentos sustentáveis possam ser considerados de fato, os critérios de ESG devem ser integrados no cálculo de avaliação das empresas. Caso contrário, ESG seria apenas uma ação de marketing dos investidores. Para isso, realizou modelos de *valuation* de empresas listadas, incluindo critérios de ESG, e concluiu que o impacto médio dos fatores ESG no preço das ações é de 5% a 10%, apesar da dispersão ser ampla, com mudanças no preço que variaram de -23% a + 71%. Conclui que vale o *trade-off* para as gestoras em incluir critérios de ESG em termos de uma análise mais aprofundada das empresas, trazendo uma visão mais clara do risco e decisões melhor informadas.

Serafeim *et al.* (2012) examinaram 90 pares de empresas “gêmeas”, cada uma no mesmo setor (por exemplo, Walmart e Kmart). Nesses pares, uma delas era classificada como de alta sustentabilidade e a outra de baixa sustentabilidade. Foi observado que, durante um período de seis meses, os preços das ações das empresas comparadas eram muito semelhantes. Entretanto, expandindo para um horizonte de 18 anos, observou-se que as empresas de alta sustentabilidade superaram as gêmeas em quase 480 pontos-base. Concluíram, então, que empresas de alta sustentabilidade performam melhor que as de baixa sustentabilidade em termos de preços das ações e de performance financeiras.

Scharamade (2016) realizou um novo ESG *score* fundamentado na visão de que a boa governança, fator “G” do ESG, traz disciplina econômica de longo prazo às decisões de alocação de capital. A governança permite que o capital seja preservado e cresça com sustentabilidade de longo prazo, o que beneficia todos os *stakeholders*. Seu modelo considera a materialidade, focando em questões importantes para *shareholders* e *stakeholders*. Descobriu que as novas métricas de governança (G) previam o retorno de ações no período testado: os retornos futuros das ações aumentam monotonicamente nos quartis de governança e ESG. Em testes de previsibilidade de retorno que controlavam diferenças de estilo, tempo e setor, o *spread* de retorno do quartil superior ao quartil inferior foi de 33 bps (*bits per sample*, em português, bits por amostra) mensais para a governança corporativa (36 bps para ESG). Descobriu-se que um portfólio de longo prazo do quartil superior de pontuações de governança superou o universo global em 40 pontos percentuais cumulativamente.

A partir do Mapa de Materialidade do SASB (*Sustainability Accounting Standard Board*), que classifica as questões materiais para cada empresa de acordo com a indústria em que atua, Mozaffar *et al.* (2015) concluíram que as empresas com bom desempenho em questões materiais de sustentabilidade superaram significativamente as empresas com baixo desempenho, sugerindo que investimentos em sustentabilidade aumentam o valor para o acionista.

Fontini *et al.* (2008) realizaram um estudo com 988 empresas americanas de 9 diferentes setores (Materiais Básicos, Bens de Consumo, Serviços ao Consumidor, Finanças, Saúde, Industrial, Petróleo e Gás, Tecnologia e Serviços Públicos) para entender a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a performance financeira das companhias. Mais precisamente, testam a existência de uma relação dinâmica, não linear e endógena entre RSC e desempenho econômico, levando em consideração especificidades setoriais, diferenças nas medidas de desempenho econômico e macro categorias de RSC. Encontraram que o engajamento de RSC em geral aumenta o retorno total das ações das empresas e reduz os riscos financeiros. No entanto, para medidas financeiras baseadas em contabilidade, os resultados são menos claros.

A fim de entender como uma ação de ESG pode impactar a performance das companhias, Lenox (2008) analisou 652 empresas de manufatura entre 1987 e 1996 e encontraram evidências de uma associação entre menores níveis de poluição e maiores valuations. Além disso, encontraram que a performance ambiental das empresas dentro do setor estava associada a uma performance financeira mais alta. Não podem mostrar conclusivamente, no entanto, que a escolha de uma empresa por operar em indústrias mais limpas está associada a um melhor desempenho financeiro, nem comprovam a direção causal das relações observadas

Investigando ainda a relação da eficiência ambiental com a eficiência financeira, Scholten et al (2020) analisou o impacto da eficiência em carbono em diversos indicadores financeiros. Usando uma amostra internacional de 1.572 empresas ao longo dos anos de 2009 a 2017, encontram um desempenho financeiro superior em empresas eficientes em carbono (consideradas com as melhores práticas comparadas às outras). Em média, uma eficiência de carbono 0,1% maior está associada a uma lucratividade 1,0% maior e risco sistemático 0,6% menor. Embora a eficiência de carbono esteja intimamente relacionada à eficiência de recursos, ela também tem impactos distintos no desempenho financeiro, principalmente na redução do risco sistemático. No geral, as descobertas desse artigo sugerem que a produção com eficiência de carbono pode ser valiosa tanto do ponto de vista operacional quanto do gerenciamento de risco.

Outros estudos também apontaram para a redução de riscos em empresas consideradas mais sustentáveis. O estudo de Ziegler et al (2021) examina empiricamente o efeito da atenção pública às mudanças climáticas e à poluição nos retornos semanais de alguns índices de ações de sustentabilidade dos EUA (*Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)*, *FTSE4Good* e *USA Index*) em comparação com índices convencionais (*S&P 500 Index* e o *FTSE EUA*). Consideraram, além de desastres climáticos naturais inesperados ao clima global, duas medidas complementares de atenção pública a questões ambientais: (i) atenção primária dos EUA para mudanças climáticas e poluição e (ii) o índice de volume de pesquisa do Google nos EUA para essas palavras-chave. A análise econométrica para o período de 2004 a 2018 revelou que a atenção às questões ambientais têm um efeito significativamente positivo (negativo) nos retornos dos índices de ações de sustentabilidade (convencionais) dos EUA. Uma possível explicação para esse resultado é que a alta atenção pública às questões ambientais pode levar investidores tradicionalmente sustentáveis e oportunistas auto interessados a favorecer ações de empresas sustentáveis. Dessa forma, as ações de empresas listadas nos índices de sustentabilidade parecem estar mais protegidas em relação às empresas convencionais.

Interessante notar como a reação da sociedade diante de questões ambientais pode punir empresas não consideradas sustentáveis. Outro estudo de Hamilton (1995) investigou como notícias publicadas sobre a poluição gerada por empresas afetaram o valor das empresas e o retorno dos acionistas. Após a primeira divulgação das informações do *Toxics Release Inventory (TRI)*, banco de dados que contém informações sobre liberação de produtos químicos tóxicos por empresas, os acionistas experimentaram retornos anormais negativos e estatisticamente significativos. Esses retornos anormais se traduziram em uma perda média de

US\$ 4,1 milhões no valor das ações para as empresas do TRI no dia em que os números de poluição foram divulgados pela primeira vez.

Magnan e Cormier (2007) também encontraram uma relação interessante entre informações ambientais reportadas por empresas, a performance financeira e o valor das ações. Avaliaram ainda como contextos específicos de cada país podem afetar o impacto dos relatórios ambientais, focando em empresas do Canadá, França e Alemanha - três países que empregam diferentes regimes de relatórios e governança. O estudo se baseia em equações simultâneas para controlar a endogeneidade entre relatórios ambientais e atributos da empresa, como tamanho, idade dos ativos, participação na indústria e exposição na mídia pública. Os resultados sugerem que as decisões de reportar informações ambientais têm um impacto moderado na avaliação do mercado de ações sobre os lucros de uma empresa alemã, afetando o múltiplo de *valuation* da companhia. Em contraste, os relatórios ambientais não influenciam significativamente a avaliação do mercado de ações dos lucros das empresas canadenses e francesas.

Uma interessante descoberta desse estudo é como o contexto em que as empresas estão, afeta a reação do mercado em relação aos critérios ambientais reportados por uma companhia. Para justificar essa diferença entre os países, Magnan e Cormier (2007) levantam a hipótese de que os movimentos e instituições ecológicas, como o Greenpeace, são muito mais ativos na Alemanha do que nos outros países. Ressaltam ainda que os chamados partidos verdes estão representados nos parlamentos da França e da Alemanha e foram membros dos governos de ambos os países durante a última década. Essa situação política se traduz em um contexto em que qualquer informação ambiental divulgada por uma empresa pode levar facilmente a pressões sociais e ações governamentais, aumentando potencialmente a incerteza relacionada aos lucros futuros de uma empresa.

Outro estudo de Mamingi et al (2006) também traz a diferença entre países em relação a reação de investidores com a publicação de relatórios ambientais. Por quase 20 anos, o Ministério do Meio Ambiente da República da Coreia publicou mensalmente uma lista de empresas que não cumpriam as leis e regulamentos ambientais nacionais. No artigo, Mamingi et al (2006) examinaram a reação dos investidores à publicação dessas listas e mostram que as empresas que aparecem nessas listas sofreram um declínio significativo em sua avaliação de mercado. A redução média no valor de mercado foi estimada em muito maior do que as mudanças estimadas no valor de mercado para eventos semelhantes no Canadá e nos Estados Unidos, e de magnitude semelhante às mudanças observadas em outros países em desenvolvimento (Argentina, Chile, México e Filipinas). Mostrou-se ainda que quanto maior

a cobertura dos jornais, maior a redução do valor de mercado, chegando a mais de 35% para os eventos cobertos por 5 ou mais jornais.

Outro fator relevante é a diferença entre regulação e a reação de investidores em relação a questões ambientais em diferentes países. Mamingi et al (2001) notou que empresas nos países em desenvolvimento não têm incentivos para investir no controle da poluição devido à fraca implementação das regulamentações ambientais. Esse argumento pressupõe que o regulador é o único agente que pode criar incentivos para o controle da poluição e ignora que os mercados de capitais, se devidamente informados, podem fornecer os incentivos financeiros e reputacionais adequados. Mostram que os mercados de capitais da Argentina, Chile, México e Filipinas reagem a anúncios de eventos ambientais, como aqueles de desempenho ambiental superior ou reclamações dos cidadãos. Uma implicação política é que os reguladores ambientais nos países em desenvolvimento podem explicitamente aproveitar essas forças de mercado introduzindo programas estruturados de divulgação de informações relativas ao desempenho ambiental das empresas: os mecanismos de divulgação pública nos países em desenvolvimento podem ser um modelo útil a ser considerado devido aos recursos limitados de fiscalização do governo.

De acordo com alguns estudos aqui mencionados, não há evidências de que a integração de critérios de ESG pode destruir valor para empresas e investimentos. Percebemos a correlação positiva entre implementação de ESG e a performance financeira das empresas, mas não encontramos estudos que comprovem a causalidade entre as duas variáveis. Interessante percebermos também como o contexto e a divulgação das informações pela companhia podem ter um impacto relevante na performance das ações de uma empresa, variando em países com diferentes regulações.

7 CONCLUSÃO

A partir da revisão da literatura realizada neste trabalho, podemos compreender que o ESG surgiu em um contexto de tentativa de resolução de problemas gerados por empresas no meio ambiente e na sociedade, como a desigualdade social e a degradação ambiental. Através de um entendimento econômico, esses problemas se resumem em diferenças entre o custo social e custo privado e constituem-se como externalidades. Nesta análise, consideramos o ESG como uma solução *coasiana* para enfrentar a diversidade e complexidade dos problemas e assegurar a eficiência das empresas.

Para entender a eficiência das empresas, foram levantados artigos que compararam a performance ESG e a performance financeira de empresas listadas em bolsas de valores ao redor do mundo. A partir desses estudos, analisamos que não há evidências de uma relação negativa entre implementação de ESG e que, em diversos casos, há uma correlação positiva. No entanto, a causalidade é difícil de ser notada. Pudemos notar também como a percepção dos problemas ambientais são diferentes em cada país e como isso pode ser afetado por incentivos governamentais a publicações de relatórios, influência de instituições ecológicas e representatividade de partidos verdes em instituições governamentais.

Uma limitação da conclusão a respeito de ESG e performance das empresas é a abundância de metodologias de indicadores de ESG. Está também se configura como uma limitação do ESG como solução para mensuração e mitigação de externalidades geradas pelas empresas. A falta de padronização do ESG torna complexa a avaliação dos problemas socioambientais endereçados pelas empresas e dificulta comparações.

Este trabalho contribui para o conjunto de estudos já desenvolvidos relacionados a ESG e lança luz sobre a importância de um entendimento econômico sobre como empresas podem atuar nos problemas ambientais e sociais da sociedade moderna.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Daniel; ROMEIRO, Ademar. Degradação Ambiental e Teoria Econômica: Algumas Reflexões sobre uma “Economia dos Ecossistemas”. **Economia**, [s. l.], v. 12, n. 3, p. 3-26, 2012. Disponível em: http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p3_26.pdf. Acesso em: 27 jun. 2022.
- AMEL-ZADEH, Amir; SERAFEIM, George. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. **Financial Analysts Journal**, [S. l.], v. 74, n. 2, ed. 3, p. 87-103, 12 dez. 2018. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v74.n3.2>. Acesso em: 10 jun. 2022.
- COASE, Ronald. The Problem of Social Cost. **The Journal of Law & Economics**, The University of Chicago Press, v. 3, p. 1-44, 1960. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724810>. Acesso em: 27 jun. 2022.
- CORMIER, Denis; MAGNAN, Michel. The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. **Ecological Economics**, [s. l.], v. 62, n. 3, p. 613-626, 2007. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0921800906003818>. Acesso em: 27 jun. 2022.
- DAM, Lammertjan; SCHOLTENS, Bert. Banking on the Equator: Are Banks that Adopted the Equator Principles Different from Non-Adopters?. **World Development**, [s. l.], v. 35, n. 8, p. 1307-1328, 2007. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X07000897>. Acesso em: 27 jun. 2022.
- DAMODARAN, Aswath; CORNELL, Bradford. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? **NYU Stern School of Business**, [S. l.], mar. 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3557432. Acesso em: 10 jun. 2022.
- DUFLO, Esther et al. What Does Reputation Buy?: Differentiation in a Market for Third-Party Auditors. **American Economic Review**, [s. l.], v. 103, n. 3, p. 314-19, 2013. Disponível em: <https://economics.mit.edu/files/10712>. Acesso em: 27 jun. 2022.
- FINK, Laurence **Larry Fink's 2020 letter to CEOs: A Fundamental Reshaping of Finance**. Blackrock, 2020. Disponível em: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/en/larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 10 jun. 2022.
- FINK, Laurence. **Larry Fink's 2019 letter to CEOs: Profit & Purpose**. Blackrock, 2019. Disponível em: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/en/2019-larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 10 jun. 2022.
- FISH, Alexander; KIM, DH; VENKATRAMAN, Shankar. The ESG Sacrifice. **SSRN**, [S. l.], 17 nov. 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3488475>. Acesso em: 10 jun. 2022.
- FONTININ, Fulvio. A Multidimensional Analysis of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Firms' Economic Performance. **Ecological Economics**, [s. l.], v.

147, p. 218-229, 2018. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0921800917303968>. Acesso em: 27 jun. 2022.

FREEMAN, Edward *et al.* **Stakeholder Theory: The State of the Art**. 1. ed. New York: Cambridge University Press, 2010.

FREEMAN, Edward. Divergent Stakeholder Theory. **Academy of Management Review**, [S. l.], v. 24, n. 2, 1 abr. 1999. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1999.1893932>. Acesso em: 10 jun. 2022.

FRIEDMAN, Milton; MACKEY, John; RODGERS, T.J. Rethinking the Social Responsibility of Business. **Reason**, [S. l.], out. 2005. Disponível em: <https://reason.com/2005/10/01/rethinking-the-social-responsi-2/?print=>. Acesso em: 10 jun. 2022.

FRIEDMAN, Milton. A Friedman doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. **The New York Times**, [S. l.], SM, p. 17, 13 jun. 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 10 jun. 2022.

HANSEN, Teis; WAHLUND, Madeleine. Exploring alternative economic pathways: a comparison of foundational economy and Doughnut economics. **Sustainability: Science, Practice and Policy**, [S. l.], v. 18, p. 171-186, 2022. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15487733.2022.2030280>. Acesso em: 10 jun. 2022.

HEAL, Geoffrey. Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework. **The Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice**, [s. l.], v. 30, p. 387-409, 8 ago. 2005. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.gpp.2510037>. Acesso em: 27 jun. 2022.

HENDERSON, Rebecca. **Reimagining Capitalism in a World on fire**. New York : Public Affairs, 2020.

JAMES, Hamilton. Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data. **Journal of Environmental Economics and Management**, [s. l.], v. 28, n. 1, p. 98-113, 1995. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0095069685710078>. Acesso em: 27 jun. 2022.

JOLLY, Marie. **ESG in Private Equity: A New Standard**. London School of Economics And Political Science, 2020.

KHAN, Mozaffar; SERAFEIM, George; YOON, Aaron. Serafeim: Serafeim. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. **Harvard Business School Working Paper**, [S. l.], n. 15-073, mar. 2015. Disponível em: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:14369106>. Acesso em: 10 jun. 2022.

KHAN, Mozaffar. Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. **Financial Analysts Journal**, [S. l.], v. 75, n. 4, p. 103-123, 2019. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/0015198X.2019.1654299>. Acesso em: 10 jun. 2022.

KING, Andrew; LENOX, Michael. Does It Really Pay to Be Green?: An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance: An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance. **Journal of Industrial Ecology**, [s. l.], v. 5, n. 1, p. 105-116, 8 fev. 2008. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1162/108819801753358526>. Acesso em: 27 jun. 2022.

MAMINGI, Niandu et al. Disclosure of environmental violations and stock market in the Republic of Korea. **Ecological Economics**, [s. l.], v. 58, n. 4, p. 759-777, 2006. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0921800905003964>. Acesso em: 27 jun. 2022.

MONZONI, Mario; CARREIRA, Fernanda. O metaverso do ESG. **GV Executivo: Caminhos para a sustentabilidade**, [S. l.], v. 21, ed. 1, p. 4-11, 16 mar. 2022. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/85510/80703>. Acesso em: 10 jun. 2022.

MAMINGI, Niandu et al. Pollution and Capital Markets in Developing Countries. **Journal of Environmental Economics and Management**, [s. l.], v. 42, n. 3, p. 310-335, 2001. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0095069600911616>. Acesso em: 27 jun. 2022.

NIRINO, Niccolò; SANTORO, Gabriele; MIGLIETTA, Nicola; QUAGLIA, Roberto. Corporate controversies and company's financial performance:: Exploring the moderating role of ESG practices. **Technological Forecasting and Social Change**, [S. l.], v. 162, jan. 2021. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0040162520311677>. Acesso em: 10 jun. 2022.

ONU BRASIL. Pacto Global. Rede Brasil. ESG. São Paulo, 2022. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 10 jun. 2022.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI). About the PRI. **Unpri**, London, 2021. Disponível em: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri#>. Acesso em: 10 jun. 2022.

PROFIT & Purpose. FINK, Laurence. Larry Fink's 2019 letter to CEOs: Profit & Purpose. **Blackrock**, [S. l.], 2019. Disponível em: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/en/2019-larry-fink-ceo-letter>. Acesso em: 10 jun. 2022.

PUCKER, Kenneth. The Trillion-Dollar Fantasy: Linking ESG investing to planetary impact. **Institucional Investor**, [S. l.], 13 set. 2021. Disponível em: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1tkr826880fy2/The-Trillion-Dollar-Fantasy>. Acesso em: 10 jun. 2022.

RAWORTH, Kate. **Economia Donut**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor Ltda., 2017.

SCHOKKAERT, Erik. Review of Kate Raworth's Doughnut Economics. **Erasmus Journal for Philosophy and Economics**, Londres, v. 12, ed. 1, p. 125-132, 2019. Disponível em: <https://www.ejpe.org/journal/article/view/412/289>. Acesso em: 10 jun. 2022.

SCHRAMADE, Willem. Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, [s. l.], v. 6, ed. 2, p. 95-111, 8 mai. 2016. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/20430795.2016.1176425>. Acesso em: 10 jun. 2022.

SCHOLTEN, Bert et al. An Efficiency Perspective on Carbon Emissions and Financial Performance. **Ecological Economics**, [s. l.], v. 175, 2020. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0921800919310675>. Acesso em: 27 jun. 2022.

SERAFFEIM, George *et al.* The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. **Management Science**, [S. l.], v. 60, ed. 11, p. 2835-2857, fev. 2014. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1964011>. Acesso em: 10 jun. 2022.

SMITH, Adam. **Teoria dos Sentimentos Morais**. 2. ed. São Paulo: WMF, 2015 (Originalmente publicado em 1759).

ZIEGLER, Andreas et al. Public Attention to Environmental Issues and Stock Market Returns. **Ecological Economics**, [s. l.], v. 180, 2021. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0921800919315617>. Acesso em: 27 jun. 2022.

ZIEGLER, Andreas; MOLLET, Janick. Socially responsible investing and stock performance: New empirical evidence for the US and European stock markets. **Review of Financial Economics**, [s. l.], v. 23, n. 4, p. 208-216, 2014. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1058330014000378>. Acesso em: 27 jun. 2022.