

# **Relação entre Práticas ASG, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Antes e Depois da Pandemia de COVID-19**

## **1. Introdução**

Esse artigo estuda e analisa a relação entre as práticas ambientais, sociais e de governança (ASG), o valor e o desempenho das empresas brasileiras antes e depois da pandemia do COVID-19. Nossos resultados indicam que boas práticas ASG têm relação positiva com o valor e desempenho das empresas no Brasil, tanto antes como depois da pandemia. Ao desagregar o escore ASG em suas três dimensões individuais (A, S e G), observa-se que os componentes ambiental e social têm impacto positivo no valor e desempenho das empresas, enquanto a governança foi estatisticamente significativa apenas para o valor corporativo.

A importância das práticas ASG vem atraindo considerável atenção da academia e dos participantes do mercado. A agenda ASG ganhou relevância devido a diversos acontecimentos globais marcantes, tais como a pandemia, tensões geopolíticas entre diversos países, crises corporativas e desastres socioambientais (ALBUQUERQUE ET AL., 2020; BAE ET AL., 2021; DEMERS ET AL., 2021; DING ET AL., 2021).

Diversos investidores e analistas financeiros vêm incorporando os critérios ASG nas decisões de investimento e na avaliação das empresas. Em resposta, muitas empresas têm adotado melhores práticas ASG para atender às expectativas do mercado e diminuir riscos socioambientais.

A comunidade acadêmica também tem acompanhado essa evolução, com um número crescente de estudos dedicados ao tema. Existe um intenso debate se boas práticas ASG impactam positivamente o valor e desempenho das empresas. Algumas pesquisas uma relação positiva entre práticas ASG e desempenho da empresa (GAO ET AL., 2021; NGUYEN ET AL., 2020). No entanto, existem estudos que mostram uma relação inversa ou não significativa entre práticas ASG e retorno corporativo (CHENG ET AL., 2014; MASULIS & REZA, 2015).

Esse artigo estuda e analisa a relação entre as práticas ASG, o valor e o desempenho das 115 empresas brasileiras no período de 2016 a 2023. O objetivo é analisar se houve diferença entre as práticas ASG antes e depois da pandemia do COVID-19 e seu respectivo impacto no valor e desempenho das empresas.

Nossa pesquisa contribui para a literatura de diversas maneiras. Primeiro, o Brasil oferece um estudo de caso único para analisar se as empresas com melhores práticas ASG têm maior valor e melhor desempenho. O Brasil tem um importante papel na agenda ASG em todo o mundo e a Amazônia é crucial para mitigar as alterações climáticas.

Além disso, nosso estudo considera tanto as práticas ASG de forma agregada quanto seus componentes individuais (A, S e G), buscando identificar quais dimensões contribuem mais significativamente para o valor e desempenho das empresas no Brasil. Nossos resultados complementam a literatura sobre a relação entre ASG e o desempenho das empresas antes e depois da pandemia (CAO ET AL., 2019; DAI ET AL., 2021; DING ET AL., 2021).

## **2. Fundamentação Teórica**

A agenda ASG ganhou relevância em virtude dos desafios climáticos e sociais e a necessidade de alocação de recursos e de novos instrumentos financeiros para combater o aquecimento global, preservar o meio ambiente e reduzir a pobreza.

As três dimensões das finanças sustentáveis (A, S e G) vêm sendo paulatinamente reforçadas nas empresas. A governança corporativa se fortaleceu nos últimos anos como resposta a falhas de controle verificadas em diversas instituições, que levaram prejuízos a acionistas e *stakeholders*, e tiveram como consequência o desenvolvimento de um arcabouço de processos e verificações amplamente utilizados atualmente e em constante aperfeiçoamento.

A preocupação com o tema ambiental vem sendo reforçada nas empresas, com amplos avanços em áreas como taxonomia e avaliação de impacto ambiental. Por sua vez, a temática social é um tema em contínua evolução frente ao surgimento de novas tecnologias de informação, inteligência artificial e a necessidade de adaptar o meio corporativo à diversidade e aos anseios das novas gerações.

Entre os diversos temas abordados no campo de finanças sustentáveis, destaca-se a relação entre as práticas ASG, o valor e desempenho das empresas brasileiras. Desde Friedman (1970), tem havido um longo debate sobre se existe relação entre ASG, valor e desempenho das empresas. Apesar de mais 50 anos de pesquisa, este tema apresenta muitas discussões e diferentes pontos de vista.

Muitos estudos constataam que melhores práticas ASG aumentam o valor e o desempenho da empresa (FLAMMER, 2015, 2021; GAO ET AL., 2021; NGUYEN ET AL., 2020). Essas evidências são consistentes com a teoria dos *stakeholders* (partes interessadas), na qual as empresas devem gerar riqueza não só para os seus acionistas, mas também para os grupos que afetam ou são afetados pelas empresas, como funcionários, clientes, sociedade civil, meio ambiente e comunidade local.

Por outro lado, há evidências de uma relação negativa ou não significativa entre ASG, valor e retorno das empresas. Estas conclusões derivam da teoria da agência e sugerem que ASG pode ser um desperdício ou prejudicial aos acionistas (CHENG ET AL., 2014; FABOZZI, NG E TUNARU, 2022).

Este artigo também está relacionado com a literatura recente sobre a relação entre ASG e desempenho das empresas antes e depois da pandemia da COVID-19. Por um lado, vários estudos documentam um efeito positivo do ASG no desempenho das ações (ALBUQUERQUE E AL., 2020; DING ET AL., 2021). Por outro lado, existe pesquisas que não encontraram uma relação significativa entre ASG e retornos (BAE ET AL., 2021; DEMERS ET AL., 2021).

### **3. Dados e Metodologia**

Esse artigo estuda e analisa a relação entre as práticas ASG, o valor e o desempenho das empresas brasileiras antes e depois da pandemia do COVID-19. O objetivo é analisar se houve diferença entre as práticas ASG e seu respectivo impacto no valor e desempenho das empresas antes e depois da pandemia.

A qualidade das práticas ASG foi mensurada pelo score da Refinitiv, que avalia empresas em três dimensões principais (A, S e G) com base em mais de 600 indicadores individuais. A Refinitiv é um dos provedores de dados ASG mais utilizados em pesquisas acadêmicas e nos mercados financeiros. Optamos por usar o score ASG da Refinitiv por permitir a desagregação nas dimensões ambiental, social e de governança e possibilitar uma análise dos efeitos individuais sobre o valor e desempenho empresarial.

Para análise do valor e desempenho das companhias, foram utilizados diversos índices contábeis e financeiros, como preço de mercado/valor contábil (P/B), retorno sobre ativos (ROA), tamanho da empresa (TAM) e alavancagem (ALAV). Os referidos dados foram obtidos da Bloomberg.

O período de análise foi definido para permitir uma avaliação das práticas ASG antes e depois da pandemia do COVID-19. Nesse sentido, a janela temporal do estudo foi 2016 a 2023 visando ter a mesma quantidade de anos antes e após a pandemia. O subperíodo de 2016 a 2019 foi definido como “pré-pandemia” e 2020 a 2023 como “pós-pandemia).

A amostra contém as empresas brasileiras listadas na B3 com informações do score ASG da Refinitiv no período de 2016 a 2023. Foram excluídas empresas sem disponibilidade de dados contábeis, financeiros e com patrimônio líquido negativo. A amostra final contém 115 empresas, que representavam mais de 70% do valor de todas empresas listadas na B3.

A relação entre ASG, valor e desempenho das empresas foi estimada por modelo de regressão em painel com efeito fixos. Os modelos estimados encontram-se a seguir.

$$P/B_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ASG_{i,t} + \beta_2 A_{i,t} + \beta_3 S_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 POSCOVID_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ASG_{i,t} + \beta_2 A_{i,t} + \beta_3 S_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 POSCOVID_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

onde P/B é o preço de mercado/valor contábil, ROA é retorno sobre ativo, ASG é o score agregado da Refinitiv, A é o score ambiental da Refinitiv, S é o score social da Refinitiv, G é o score de governança da Refinitiv, TAM é o tamanho da empresa medido pelo logaritmo do ativo total, ALAV é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o ativo total), e POSCOVID é uma variável *dummy* que indica o período após a pandemia (2020 a 2023).

#### 4. Análise e Discussão dos Resultados

A Tabela 1 mostra a estatística descritiva das variáveis usadas no estudo. O score ASG médio das empresas é 51,86 (em um máximo de 100), com grande variação entre as empresas (mínimo de 1,26 e máximo de 91,08). Em média, a qualidade das práticas sociais (54,79) é maior do que as de governança (50,95) e ambientais (49,08). Em relação às variáveis financeiras, as empresas brasileiras tiveram um ROA médio de 4,53, P/B de 2,69, alavancagem de 35% e ativo total de R\$ 13,2 bilhões.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
ROA	4,53	4,45	-54,58	121,87	10,36
P/B	2,69	1,70	0,00	132,96	6,22
ASG	51,86	54,06	1,26	91,08	20,43
A	49,08	53,23	0,00	97,01	25,82
S	54,79	57,98	0,61	96,61	22,73
G	50,95	52,57	0,68	94,16	22,74
TAM	23,30	23,27	12,92	27,68	1,48
ALAV	0,35	0,33	0,00	1,57	0,21

Fonte: os autores

A Tabela 2 mostra a média do ROA, P/B e do score ASG nos períodos antes e depois da pandemia. A qualidade das práticas ASG melhorou depois da pandemia, com índice agregado aumentando de 50,19 para 53,10. A melhora se deu nas dimensões social (52,70 para 56,35) e ambiental (46,52 para 50,99). Não houve alteração significativa na qualidade de governança (50,96 e 50,94). O ROA diminuiu de 4,81% para 4,27% e o P/B ficou praticamente estável.

Tabela 2 – Diferença de Valor, Desempenho e Escore ASG Antes e Depois da Pandemia

Variável	Antes da Pandemia (2016-2019)	Depois da Pandemia (2020-2023)
ROA	4,81	4,27
P/B	2,63	2,74
ASG	50,19	53,10
A	46,52	50,99
S	52,70	56,35
G	50,96	50,94

Fonte: os autores

A Tabela 3 mostra a regressão do ROA em função das práticas ASG. Os resultados indicam uma relação positiva entre ROA e ASG estatisticamente significativa a 1%. Quando analisadas as dimensões individualmente, as práticas ambientais e sociais têm impacto positivo e significativo a 1% e 5%, respectivamente. Não existe relação significativa entre ROA e qualidade da governança corporativa.

Tabela 3 – Regressão entre Desempenho das Empresas (ROA) e Práticas ASG

Variável	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
ASG	0,03*** (0,00)	0,01*** (0,00)		
A			0,02*** (0,00)	0,02*** (0,00)
S			0,00 (0,99)	0,01** (0,05)
G			0,00 (0,16)	0,00 (0,16)
TAM	0,02 (0,90)	-1,19*** (0,00)	0,25* (0,09)	0,25* (0,09)
ALAV	-0,28*** (0,00)	-0,28*** (0,00)	-0,27*** (0,00)	-0,27*** (0,00)
POSCOVID		1,15*** (0,00)		0,90*** (0,00)
R <sup>2</sup> aj	0,44	0,44	0,44	0,44

Fonte: os autores. \*\*\*, \*\* e \* demonstram significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 4 mostra a regressão do P/B em função das práticas ASG. Os resultados indicam uma relação positiva entre P/B e ASG estatisticamente significativa a 1%. Quando analisadas as dimensões individualmente, todas as três práticas têm impacto positivo e significativo a 1%.

Tabela 4 – Regressão entre Valor das Empresas (P/B) e Práticas ASG

Variável	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
ASG	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)		
A			0,00 (0,12)	0,01*** (0,00)
S			0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)
G			0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)
TAM	-0,78*** (0,00)	-0,89*** (0,00)	-0,68*** (0,00)	-0,93*** (0,00)
ALAV	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)
POSCOVID		0,15*** (0,00)		0,20*** (0,00)
R <sup>2</sup> aj	0,16	0,16	0,16	0,16

Fonte: os autores. \*\*\*, \*\* e \* demonstram significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

## 5. Considerações Finais

A relevância crescente das práticas ASG tem atraído o interesse tanto da comunidade acadêmica quanto dos agentes do mercado. Existe um número crescente de pesquisas voltadas para o assunto, especialmente sobre o impacto das boas práticas ASG no valor e no desempenho das empresas. No entanto, embora já tenha sido objeto de estudos em diversos países, esse tema ainda gera muitas discussões e conclusões divergentes.

Este artigo avalia se existe a relação entre as práticas ASG, o valor e o desempenho das empresas brasileiras antes e após a pandemia. Os resultados mostram que a adoção de boas práticas ASG está associada a um desempenho positivo e a um maior valor das empresas. Os fatores ambiental e social têm efeito no desempenho e no valor das empresas, enquanto a governança foi significativa apenas no que diz respeito ao valor empresarial.

## 6. Referências

- ALBUQUERQUE, R.; KOSKINEN, Y.; YANG, S.; ZHANG, C. Resiliency of environmental and social stocks: an analysis of the exogenous COVID-19 market crash. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 9, p. 593–621, 2020.
- BAE, K.; EL GHOUL, S.; GONG, Z.; GUEDHAMI, O. Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. **Journal of Corporate Finance**, v. 67, p. 101-76, 2021.

- CAO, J.; LIANG, H.; ZHAN, X. Peer effects of corporate social responsibility. **Management Science**, v. 65, p. 5487–5503, 2019.
- CHENG, B.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. Corporate social responsibility and access to finance. **Strategic Management Journal**, v. 35, p. 1–23, 2014.
- DAI, R.; LIANG, H.; NG, L. Socially responsible corporate customers. **Journal of Financial Economics**, v. 142, p. 598–626, 2021.
- DEMERS, E.; HENDRIKSE, J.; JOOS, P.; LEV, B. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 48, p. 433–462, 2021.
- DING, W.; LEVINE, R.; LIN, C.; XIE, W. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. **Journal of Financial Economics**, v. 141, p. 802–830, 2021.
- FABOZZI, F.; NG, P.; TUNARU, D. The impact of corporate social responsibility on corporate financial performance and credit ratings in Japan. **Journal of Asset Management**, v. 22, p. 79–95, 2021.
- FLAMMER, C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. **Management Science**, v. 61, p. 2549–2568, 2015.
- FLAMMER, C. Corporate green bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 142, p. 499–516, 2021.
- GAO, H.; LI, K.; MA, Y. Stakeholder orientation and the cost of debt: Evidence from state-level adoption of constituency statutes. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 56, p. 1908–1944, 2021.
- MASULIS, R.; REZA, S. Agency problems of corporate philanthropy. **Review of Financial Studies**, v. 28, p. 592–636, 2015.
- NGUYEN, P.; KECSKES, A.; MANSI, S. **Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors.** *Journal of Banking & Finance*, v. 112, p. 105–21, 2020.