

Práticas ESG e Estrutura de Capital: Evidências das Empresas Listadas na B3

1 INTRODUÇÃO

A escolha das fontes de financiamento de uma empresa apresenta-se com um elevado grau de complexidade devido a sua relação com outros aspectos da decisão financeira como, por exemplo, grau de risco, os benefícios tributários, o contexto que a empresa se encontra que afeta a sua capacidade de gerar recursos, além da busca por eficiência e eficácia por parte da gestão organizacional (Luca e Rambalducci, 2020). Há dois tipos de fontes que compõem a estrutura de capital: a própria e a de terceiros (Pamplona e Silva, 2020), a definição da fonte de capital para executar os projetos implica na estrutura de capital das empresas.

A estrutura de capital das empresas e a sua contribuição no valor da firma tem sido objeto de estudo dentro da área de finanças desde a metade do século passado, primeiramente com o proposto por Durand (1952, 1959), onde o autor defende que a estrutura de capital ótima é uma ponderação entre o uso de capital próprio e de terceiros, que minimize os custos e maximize o valor da empresa. Posteriormente Modigliani e Miller (1958, 1963) partem em direção contrária ao defenderem que as formas como as empresas se financiam são irrelevantes (Machado et al, 2015).

Com essas duas vertentes existentes, outros trabalhos foram desenvolvidos para definirem o seu valor, pois o que importa é a capacidade de gerar lucros com foco em evidenciar os fatores que influenciam a maneira como as empresas obtêm financiamento, como por exemplo, o risco de falência, benefícios fiscais, custos de agência e assimetria de informações (Rosa et al, 2024). Estudos recentes têm avaliado se as práticas ESG têm viabilizado a captação de recursos e como investidores, empresas e instituições financeiras contemplam a avaliação ESG nos seus processos de investimentos (Meneses, 2021).

A preocupação empresarial com as práticas sustentáveis ESG reflete a mudança na perspectiva dos agentes atuantes nos mercados, o que reverbera na tomada de decisão de suas operações, e conseqüentemente, na escolha da estrutura de capital das empresas. Isto posto, é crescente o número de entidades avaliadoras de rating ESG no mercado de capitais, como por exemplo, Refinitiv, Standard & Poor's (S&P) Global, Moodys, Fintech, Morningstar Sustainability, Morgan Stanley Capital International (MSCI), que contribuem para que as práticas sustentáveis tenham se caracterizado como um indicador de avaliação pelos investidores (Wong et al, 2020).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em outubro de 2023 a resolução CVM 193 que dispõe que será obrigatório a todas as empresas de capital aberto, fundos de investimento e companhias securitizadoras elaborarem e divulgarem relatórios de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board - ISSB (CVM, 2023).

Nesse contexto, por meio de relatórios de sustentabilidade, as empresas podem divulgar suas ações e impactos das suas atividades, evidenciando o princípio da transparência e passando confiança aos seus stakeholders (Silva et al, 2021). Segundo Macedo et al (2022) a adoção de práticas ESG traz uma melhor imagem para a empresa diante do mercado, principalmente pelo aspecto da sustentabilidade, além de melhoria do desempenho financeiro. Essa prática tem sido difundida mais fortemente nos países desenvolvidos em comparação com os emergentes (Carvalho, 2023), pois as empresas perceberam os benefícios por sua transparência e demonstraram aos credores da sua capacidade de construção de confiança e vantagem competitiva no longo prazo (Meneses, 2021).

Nesse sentido, o presente estudo parte da seguinte problemática: As práticas sustentáveis influenciam a captação de crédito de empresas brasileiras? Para responder tal questão, o objetivo geral consiste em identificar se as empresas sustentáveis captam mais crédito de terceiros diante do ESG e suas dimensões, e os objetivos específicos se dará por

mapear as empresas sustentáveis, compreender os padrões de endividamento das empresas da B3 e relacionar a influência das práticas sustentáveis na captação de crédito.

A pesquisa se justifica na convergência das mudanças na visão dos diversos agentes que atuam nos mercados, em que o ESG passou a ter um papel central nas operações empresariais e como critério de avaliação de crédito. Ademais, a nova resolução da CVM, que torna obrigatória a elaboração e divulgação de relatórios de sustentabilidade em conformidade com padrões internacionais, reforça essa tendência.

Em termos metodológicos será utilizada uma abordagem quantitativa de caráter descritivo para analisar a influência das práticas ESG em empresas listadas na B3. A coleta de dados será com base em dados secundários e analisados por meio de técnicas estatísticas.

2 Fundamentação Teórica

2.1 Estrutura de Capital e Desenvolvimento Sustentável Corporativo

A estrutura de capital representa a combinação das fontes de financiamento que uma empresa utiliza para viabilizar suas operações e investimentos. Há dois tipos de fontes que compõem a estrutura de capital: a própria e a de terceiros (Pamplona e Silva, 2020). O capital próprio refere-se aos recursos provenientes do Patrimônio Líquido, como por exemplo ações preferenciais, ações ordinárias e lucros retidos, enquanto o capital de terceiros são os recursos provenientes de empréstimos e obrigações de longo prazo obtidos pela empresa (Brito et al, 2007).

A busca pelo equilíbrio entre as fontes de capital tem sido constante, pois uma combinação ótima dos componentes pode reduzir o custo do capital e maximizar o valor da empresa (Ellili, 2020). Não obstante, a alavancagem financeira também representa outro fator importante na avaliação do valor da empresa em decorrência de estar diretamente ligado ao retorno e risco. Dito isso, é através de indicadores de endividamento que é possível mensurar a relação entre as dívidas da empresa e seu patrimônio líquido (Gitman, 2009).

Portanto, a definição do nível ideal de endividamento deve levar em conta não apenas fatores financeiros, mas também estratégicos, como a percepção do mercado, as condições econômicas e o custo de oportunidade do capital próprio. Ainda, é necessário que a gestão financeira considere os impactos das tendências atuais de responsabilidade social corporativa (RSC) e as práticas de Environmental, Social and Governance (ESG) no custo da dívida e, consequentemente, na decisão de escolha da estrutura de capital.

A Responsabilidade Social Corporativa (RSC) surge em decorrência de uma nova visão dos negócios pautada em práticas e estruturas de sustentabilidade, onde o mercado, juntamente com uma sociedade cada vez mais consciente e envolvida nas questões ambientais, éticas e trabalhistas, fazem com que a RSC adquira um caráter estratégico dentro das organizações, levando-as a se adequar ao que os stakeholders demandam e repensar suas operações de modo que reduza os impactos negativos de suas atividades à sociedade (Araújo et al, 2022). Essa linha de raciocínio segue o proposto da Teoria dos Stakeholders de Freeman, onde o autor defende que as organizações possuem um papel que vai além de obter lucros para os seus acionistas, devendo elas integrarem na tomada de decisão o seu papel social, o pensamento no seu todo, ou seja, considerar as partes interessadas no negócio.

No contexto brasileiro, a Brasil, Bolsa e Balcão (B3) criou em 2005 o Índice de Responsabilidade Empresarial (ISE). Segundo a B3 (2024), o objetivo do índice é “ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial”. Assim, em um mercado cada vez mais exigente e atento às necessidades e aos impactos das ações organizacionais, a demanda por transparência, controle e relevância das informações divulgadas tem crescido. Por isso, as empresas estão cada vez mais empenhadas em se apresentar ao mercado por meio da divulgação de informações ambientais, sociais e econômicas (Medeiros, 2021).

Atrelado a RSC, o Environmental, Social and Governance (ESG) ou Ambiental, Social e Governança (ASG) tem ganhado cada vez mais importância. O ESG é um conjunto de práticas que as organizações adotam buscando mitigar os impactos na sociedade, baseando-se em práticas e princípios voltados à preservação do meio ambiente (Environmental ou Ambiental), preocupação com a comunidade ao seu redor (Social) e transparência nos processos organizacionais (Governance ou Governança) (Sebrae, 2024).

Diante da importância de evidenciar as práticas sustentáveis desempenhadas, as organizações adotaram os distintos padrões de relatórios existentes no mercado, como por exemplo o Global Reporting Initiative (GRI), Integrated Reporting Council (IIRC) e Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Dessa forma, com essa distinção de metodologias, foi necessário a criação de padrões de relatórios para sistematizar o conteúdo a ser divulgado, pois aspectos como a necessidade de metodologias únicas e falta de consistência e comparabilidade das métricas mostraram-se como pontos a serem solucionados (Quattons, 2022).

A CVM publicou em outubro de 2023 a resolução CVM 193, que dispõe que será obrigatório a todas as empresas de capital aberto, fundos de investimento e companhias securitizadoras elaborarem e divulgarem relatórios de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade seguindo os padrões da IFRS (CVM, 2023). Cabe destacar que com a adoção da CVM 193, o Brasil tornou-se o país pioneiro a adotar o padrão da IFRS (Thomson, 2023).

Ainda no cenário brasileiro, em setembro de 2024 o Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade emitiu os CBPS 01 e 02, que, respectivamente, tratam dos requisitos para divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade e os requisitos de informações relacionadas ao clima, ambos alinhadas aos padrões IFRS S1 e S2 (CBPS, 2024).

Nesse contexto, em outubro de 2024 a CVM publicou as Resoluções 217 e 218 que aprovam e tornam obrigatórias o cumprimento dos CBPS 01 e 02 pelas companhias abrangidas (CVM, 2024). Seguindo a mesma linha, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou em novembro de 2024 a Resolução CMN nº 5.185 que torna obrigatória para as instituições financeiras de grande porte, a publicação, em conjunto com as demonstrações financeiras, de relatórios de informações financeiras relacionadas a sustentabilidade, adotando os CBPS 01 e 02, devendo os relatórios passarem pela asseguuração de auditoria independente (CMN, 2024).

3 METODOLOGIA

Os dados coletados foram a partir de fontes secundárias. Para obtenção dos dados, teve-se como amostra as empresas listadas na B3, onde foram utilizados dados de relatórios disponíveis nas bases de dados (COLOCAR BASE DE DADOS) no período de 2019 a 2024. A variável explicada é a Estrutura de Capital, mensurada a partir do nível de endividamento total (Endiv Total), endividamento de longo prazo (Endiv LP) e endividamento de curto prazo (Endiv CP), sendo-as operacionalizadas a partir das proporções de dívidas sobre os ativos totais. Com relação às variáveis explicativas de interesse, utilizou-se os índices de práticas ESG e suas dimensões Ambiental, Social e Governança, variando de 0 a 100, sendo que, quanto mais próximo de 100 maior sua pontuação, divulgados pela (COLOCAR BASE DE DADOS), indo ao encontro com o delineamento de Elilli (2020) e Carvalho (2023), onde os autores argumentam que empresas praticantes de ESG tendem a possuir maiores proporções de dívidas

Para a análise dos dados, foi utilizado estatística descritiva, análise de correlação e regressão linear simples, através do software estatístico SPSS. A regressão foi utilizada para com o intuito de verificar a relação entre índice ESG e o endividamento das empresas, a fim de identificar se as empresas que colocam em prática o ESG apresentam padrões diferenciados de endividamento das demais.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

No que se refere às variáveis explicativas de ESG, tem-se a média de ESG Geral com 51,8443, mostrando que há margem de melhora nesse aspecto no contexto brasileiro. Com relação às dimensões, a maior média foi a Social (54,7610) e o maior desvio padrão Ambiental (25,4946). Examinando a os dados, é possível estabelecer relações entre as variáveis explicadas (Endividamento Total, de Longo e Curto Prazo) e explicativas do estudo (ESG Geral, ESG Ambiental, ESG Social, ESG Governança) e de controle (MTB, ROA, TAM, TANG, LC, ETR e RENT).

Analisando a relação entre as variáveis de dívida com ESG e suas dimensões, temos a presença de significância estatística nas variáveis de endividamento total e de longo prazo. Destaca-se a relação entre a dimensão Ambiental e Endividamento Total com 0,174, Social e Endividamento de LP com 0,150. Esse destaque pode estar relacionado ao fato das empresas buscarem divulgar mais informações ambientais e sociais a fim de obter uma melhor imagem e conseqüente redução de custos (Ellili, 2020).

Outro ponto a se destacar sobre o ESG geral e suas dimensões, é a relação positiva com a variável Tamanho que apresentou correlações consideradas médias e estatisticamente significativas, sendo 0,542 com ESG Geral, 0,511 com a ESG Social, 0,377 com ESG Governança e 0,509 com ESG Ambiental, o que pode ser um indicativo de que no Brasil, empresas com um tamanho maior investem mais em ESG.

As regressões que buscam identificar a relação do ESG e suas dimensões ambientais, sociais e de governança sobre a estrutura de capital das empresas estão apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 - Regressão Linear com indicadores de dívida como dependente

| | Endiv. Total | | Endiv. Longo Prazo | | Endiv. Curto Prazo | |
|----------------|----------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|
| | Beta | p-valor | Beta | p-valor | Beta | p-valor |
| ESG Geral | -0,3754 | 0,4517 | -1,0866 | 0,0130 | -0,6986 | 0,0860 |
| ESG Amb | 0,1484 | 0,4790 | 0,2560 | 0,1630 | 0,3670 | 0,0320 |
| ESG Soc | 0,2925 | 0,2137 | 0,6718 | 0,0012 | 0,1944 | 0,3104 |
| ESG Gov | 0,0432 | 0,8001 | 0,2842 | 0,0570 | 0,3560 | 0,0106 |
| MTB | 0,0459 | 0,2725 | -0,1659 | 0,0000 | -0,4784 | 0,0000 |
| ROA | -0,1237 | 0,0040 | -0,2619 | 0,0000 | -0,2224 | 0,0000 |
| Tam | 0,1545 | 0,0131 | 0,3534 | 0,0000 | -0,2706 | 0,0000 |
| Tang | 0,1873 | 0,0000 | 0,3094 | 0,0000 | -0,0738 | 0,0472 |
| LC | -0,0249 | 0,5462 | -0,0482 | 0,1813 | -0,0878 | 0,0092 |
| ETR | -0,0077 | 0,8586 | -0,0439 | 0,2480 | -0,0024 | 0,9450 |
| RET | -0,0291 | 0,5026 | -0,0045 | 0,9064 | -0,0208 | 0,5570 |
| R ² | ,0802 | | ,2963 | | ,3893 | |

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos dados

Nota: **EndivTotal**: Endividamento Total; **EndivCP**: Endividamento de Curto Prazo; **EndivLP**: Endividamento de Longo Prazo; **ESG Geral**: Índice ESG Geral; **ESG Ambiental**: Índice da dimensão ambiental; **ESG Social**: Índice da dimensão Social; **ESG Governança**: Índice da dimensão governança; **MTB**: Market to Book; **ROA**: Retorno sobre os Ativos; **Tam**: Tamanho da empresa; **Tang**: Tangibilidade dos Ativos; **LC**: Liquidez corrente; **ETR**: Alíquota efetiva do IR/CSLL; **Ret**: Retorno sobre as ações de janeiro a dezembro

Os resultados evidenciam que empresas com maiores dívidas de longo prazo (Endiv. LP) possuem relação inversa com o ESG Geral. O coeficiente ESG geral negativo (-1,0866) indica que quanto maior o ESG, menor será a dívida de longo prazo. Infere-se com isso, que empresas com melhor desempenho ESG, no contexto brasileiro, optam por financiar as práticas sustentáveis com seu capital próprio. Uma das razões pode vir do fato do estágio inicial do mercado brasileiro que ainda não recompensa efetivamente as empresas por investirem em ESG, como mostrado por Meneses (2022) e, com isso, a maior atratividade junto a investidores institucionais e fundos de sustentabilidade que ampliam a disponibilidade de capital próprio e reduzem a propensão de recorrer a endividamento de longo prazo. Esse achado pode ser interpretado à luz da teoria Pecking Order Theory proposta por Myers e Majluf (1984) que diz que as empresas priorizam o uso de recursos internos do que de terceiros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante da crescente preocupação empresarial com as práticas sustentáveis ESG e sua influência na tomada de decisão de suas operações, e consequentemente, na escolha da estrutura de capital das empresas, esta pesquisa teve como objetivo analisar se as práticas sustentáveis influenciam no endividamento das empresas listadas na B3. Para tal, foram analisadas 111 empresas não financeiras com pontuações ESG totalizando 558 observações (empresa/ano) no período de 2019 a 2024, mediante estatística descritiva, análise de correlação e regressão linear simples.

Os resultados não mostraram associações estatisticamente significativas entre as práticas de ESG e endividamento para os modelos de Endv Total e Endv de Curto Prazo. Somente há uma associação estatística significativa, porém negativa, entre práticas sustentáveis e a tomada de crédito no longo prazo. Uma possível explicação é que no contexto brasileiro de mercado incipiente no que se refere ao ESG e financiamento, as empresas optam por financiar as práticas sustentáveis com seu capital próprio pela falta de benefícios atrelados ao financiamento por capital de terceiros. As correlações positivas, porém fracas, entre os níveis de endividamento (Total, de Longo e Curto Prazo) e o ESG e suas dimensões, ajudam a explicar o momento inicial que se encontra o mercado brasileiro. As únicas relações significativas e positivas foram entre a dívida de longo prazo com as dimensões social e governança, advinda mais da exigência de transparência da B3 e investimentos sociais.

Este estudo com seus achados contribui com a literatura de pesquisas do tema no Brasil, uma vez que muitos estudos com a mesma temática possuem enfoque em mercados estrangeiros. Com isso, destaca-se para os gestores o momento atual do mercado brasileiro no que condiz o endividamento e ESG, bem como traz um olhar sobre a relevância das práticas de sustentabilidade, embora os impactos possam variar conforme as dimensões ESG, contribuindo para a tomada de decisão de investimentos.

A principal limitação do estudo consistiu na restrição do período analisado e, assim, para estudos futuros, sugere-se um estudo com foco temporal mais abrangente e investigando o impacto do ESG nos setores isoladamente.

REFERÊNCIAS

FREIRE, Maria Macileya Azevedo; ALBUQUERQUE FILHO, Antonio Rodrigues. Influência da responsabilidade social corporativa na qualidade das demonstrações contábeis de empresas brasileiras. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 21, p. e3223, 11 fev. 2022.

MODIGLIANI, Franco; H. MILLER, Merton. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, jun. 1984.

OULD DAOUD ELLILI, Nejla. Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE. **Sustainability**, v. 12, n. 18, p. 7706, 18 set. 2020.

PAMPLONA, Edgar; DA SILVA, Tarcísio Pedro. Influência da estrutura de capital no desempenho de empresas brasileiras sob a ótica não linear. **Estudios Gerenciales**, p. 415-427, 21 out. 2020.

ROSA, Marcelo José Andrizzi da et al. Estrutura de capital: oportunidades para estudos e pesquisa no Brasil. **Revista de Gestão e Secretariado**, v. 15, n. 4, p. e3736, 23 abr. 2024.