

## **INVESTIMENTO EM SUSTENTABILIDADE E O IMPACTO MERCADOLÓGICO**

**LILIAN CAROLINA VIANA**  
UNICAMP - UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

**LUIZ EDUARDO GAIO**

**MÁRCIO MARCELO BELLI**

**CHRISTIANO FRANÇA DA CUNHA**  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE (FEA/USP)

# INVESTIMENTO EM SUSTENTABILIDADE E O IMPACTO MERCADOLÓGICO

## INTRODUÇÃO

Devido a uma demanda global por iniciativas de sustentabilidade, ações sustentáveis passaram então a fazer parte do dia a dia das empresas há alguns anos, e têm se tornado cada vez mais evidentes, em virtude das necessidades de uma economia baseada na conservação ambiental, incentivos sociais e crescimento econômico.

Por meio da *Corporate Sustainability Management* (CSM) e/ou Responsabilidade Social Corporativa (RSC), as organizações começaram a buscar valor sustentável a longo prazo. O CSM representa o objetivo gerencial de buscar a sustentabilidade da empresa em harmonia com as circunstâncias econômicas, ambientais e sociais que podem afetar os negócios corporativos. Dessa forma, o tripé da sustentabilidade destaca-se como propagador do entendimento de que, fatores ambientais, sociais e econômico compõem as bases essenciais para a criação de valor a longo prazo para as organizações (Yu & Zhao, 2015). O que é de profundo interesses os *stakeholders* envolvidos.

O marketing possui papel fundamental na construção da imagem da empresa, pois é premente que as organizações tenham atuação sócio-ambiental favorável, é ainda mais essencial que o consumidor tenha conhecimento desta atuação, por meio de mensagens que transmitam a verdadeira essência da política da empresa, capazes de relacionar sua imagem com ações ambientais genuínas, não apenas mera obrigação legal ou ações superficiais especificamente preparadas para gerar campanhas de publicidade. Dessa forma, atividades de sustentabilidade ganham importância no valor das empresas e se criam índices, por exemplo, Dow Jones (DJSI), para a propagação de forma a evidenciar as ações.

Além disso, diversos meios de divulgação do desempenho quanto à sustentabilidade empresarial foram desenvolvidos nos últimos anos, como prêmios e selos de certificação concedidos por governos, instituições não-governamentais, publicações de revista do setor empresarial, entre outros meios, que já conquistaram credibilidade junto à sociedade por premiarem a qualidade e transparência das empresas nos aspectos sociais e ambientais.

Dado esse cenário, entender as implicações de valor das questões de sustentabilidade tem sido interessante para um amplo público, o que pode gerar melhores resultados para as empresas. Porém, são necessárias mais pesquisas para identificar outros fatores internos e externos que afetam a sustentabilidade e aumentam o desempenho. Para Yu & Zhao (2015), a conscientização dos investidores sobre a sustentabilidade como uma estratégia corporativa viável cresceu ao longo dos anos, porém, as pesquisas até o momento sugerem apenas evidências limitadas de que os acionistas percebem o envolvimento ambiental, social e de sustentabilidade como importante.

## PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

O tema sustentabilidade ganha cada vez mais atenção por parte de diversos setores da sociedade, tornando-se também parte integrante das preocupações mercadológicas de corporações dos mais variados segmentos e tamanhos. Portanto, pergunta-se: os investimentos em atividades de sustentabilidade levam as empresas a obterem melhor desempenho mercadológico?

Para tanto, o objetivo geral pretendido neste trabalho é avaliar o impacto de investimentos em atividades de sustentabilidade (ambientais, sociais e econômicas) no desempenho mercadológico das empresas. E como objetivos específicos, procura-se

- ▶ identificar se investimentos em atividades de sustentabilidade implica em melhor desempenho em índices mercadológicos;
- ▶ apontar as atividades de sustentabilidade que impactam o desempenho mercadológico.

## FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### Aspectos da Sustentabilidade e o impacto mercadológico

A sustentabilidade é a forma de atender às necessidades da geração atual sem comprometer a capacidade das gerações futuras em relação às próprias necessidades (Comissão Mundial de Meio Ambiente e Desenvolvimento, 1987) (Yu & Zhao, 2015). Relacionado à sustentabilidade corporativa, na literatura, destaca-se o entendimento do *triple bottom line* composto pelas dimensões econômica, social e ambiental, denominada pela abordagem 3 Ps aos negócios (Lucro, Pessoas, Planeta) (Antolín-López, Delgado-Ceballos, & Montiel, 2016). Todo este conceito abrange sistemas, modelos e comportamentos de negócios possíveis na criação de valor a longo prazo. Assim, a sustentabilidade emerge como ferramenta essencial para minimizar conflitos entre as partes interessadas, o que resulta em um comportamento corporativo menos arriscado e um crescimento estável (Yu & Zhao, 2015).

Várias são as questões que se referem à sustentabilidade e o investimento das empresas, o gerenciamento de riscos de mudanças climáticas pode ser estrategicamente importante para algumas empresas, enquanto problemas de saúde e segurança dos funcionários podem ser mais importantes para outras, tais particularidades causam impacto no desempenho dos investimentos em sustentabilidade (Yu & Zhao, 2015). Alguns pesquisadores argumentam para a separação das três dimensões da sustentabilidade para a tomada de decisão a nível operacional, ao mesmo tempo, defendem considerar a sustentabilidade total para decisões estratégicas (Dyllick & Hockerts, 2002). Ao considerar uma imagem por meio da responsabilidade social corporativa, uma empresa tem por premissa que seus *stakeholders* estejam interessados não apenas em seu desempenho econômico, mas também no desempenho social e ambiental (Parmar, Freeman, Harrison, Wicks, Purnell & Colle, 2010), além do que, pesquisadores estão cada vez mais interessados no papel que essas divulgações desempenham na avaliação da empresa (Yu & Zhao, 2015).

Dessa forma, para Khan, Serafeim & Yoon (2016) um grande número de empresas identificam questões de sustentabilidade como estrategicamente importantes e, acabam divulgando várias informações sobre os dados ambientais, sociais e de governança em seu processo de alocação de capital. Song, Zhao & Zeng (2017) apontam que, devido aos diferentes métodos de pesquisa, seleção de variáveis e sistemas de avaliação de desempenho ambiental, os resultados sobre a relação entre investimentos ambientais e desempenho das empresas são inconsistentes. Para Porter e Vander (1995), por exemplo, o gerenciamento ambiental pode aumentar a vantagem competitiva de uma empresa. Já Song et. al (2017) indicam em seu estudo que a gestão ambiental não está significativamente relacionada à melhoria do desempenho financeiro no ano em curso das empresas estudadas. O fenômeno de que os custos ambientais reduzem bastante as margens de lucro de uma empresa acaba causando uma desvantagem competitiva.

A responsabilidade social das empresas, assim como o ambiental, pode tornar-se um encargo financeiro para as empresas devido ao investimento adicional, porém, serve como um escudo do mercado. Ações sociais aumentam a reputação e melhoram a imagem da marca de uma empresa no mercado (Godfrey, Merrill & Hansen, 2009). Outros estudos já encontraram uma relação positiva significativa entre responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas (Aboud & Diab, 2018).

Até recentemente, a governança corporativa não era considerada um componente vital do desempenho dos negócios e, portanto, estudos sobre o desempenho das empresas historicamente não discutiam esse ângulo. Quanto a governança corporativa é crucial para o futuro da empresa, pois mantém desempenho e crescimento financeiro estáveis, além disso, o escopo da governança corporativa também abrange ética nos negócios, divulgação e responsabilização (Aboud & Diab, 2018).

A literatura acadêmica sobre as implicações de desempenho dos investimentos em sustentabilidade adotou vários pontos de vista diferentes (Khan et.al, 2016), a verdade é que ainda há um esforço para encontrar universalidade no entendimento sobre sustentabilidade corporativa, juntamente com um conjunto adequado de medidas que correlacionem suas práticas (Hahn & Figge, 2011). Nuber, Velte e Hörisch (2019) encontraram suporte para firmar que os stakeholders preferem empresas com estratégias de gestão da sustentabilidade de alta qualidade, diferenciando-se das concorrentes por melhor reputação, fidelidade do cliente e do investidor, ou melhor marca enquanto empregador, com custo de capital reduzido. Dessa forma, novas medidas são adicionadas, principalmente baseadas no mercado, ao examinar o impacto das práticas de sustentabilidade no desempenho financeiro corporativo, já que a literatura aponta a relação positiva entre estes (Alshehhi, Nobanee & Khare, 2018). Já as medidas não financeiras são menos regulamentadas do que as divulgações financeiras e, as empresas possuem uma atitude significativa na escolha de divulgar e se divulgar, o quê, onde, quando e como fazê-lo. Portanto, essas informações são mais diretamente relevantes para a proposta de valor da empresa (Cohen, Holder-Webb, Nath, & Wood, 2012).

Segundo Alshehhi *et al* (2018), a abordagem da criação de valor teoriza que o risco da empresa se reduz com a adoção de responsabilidade ambiental e social, por outro lado, a teoria da destruição de valor prevê que empresas engajadas ambiental e socialmente perdem o foco na lucratividade, já que buscam agradar várias partes interessadas às custas dos acionistas. Yu & Zhao (2015) encontraram uma relação positiva entre o desempenho da sustentabilidade e o valor da empresa, depois de controlar as variáveis que afetam o valor da empresa, o impacto positivo do envolvimento da sustentabilidade no valor da empresa é impulsionado principalmente por países com forte proteção do investidor e altos níveis de divulgação. E também Lo & Sheu (2007) verificaram que as empresas são recompensadas no mercado devido às questões econômicas, ambientais e sociais em suas estratégias de desenvolvimento

Assim, com o valor da empresas sendo impactado pelas ações de sustentabilidade, a avaliação da contribuição do marketing para o desempenho da empresa é fundamental para o avanço no assunto. Segundo Ambler & Roberts (2008) as visões ainda são polarizadas, um lado diz que o objetivo final do marketing é melhorar o valor para os acionistas e que seu desempenho deve ser julgado por algum indicador financeiro único, por outro lado, as medidas financeiras são inadequadas para explicar o desempenho de marketing, pois não lidam diretamente com ativo mercado lógico. Mas, o melhor é identificar que a natureza multidimensional do valor da marca exige medidas multidimensionais, ou seja, não apenas financeiras, deixando para os gerentes medidas de curto e longo prazo (Ambler & Roberts, 2008).

Um indicador de mensuração para a sustentabilidade como o ESG (*Environmental, Social and Governance*) é um proxy de desempenho importante que possui a governança como moderador, incluindo uma pontuação geral de peso igual, refletindo uma visão equilibrada de uma empresa nas áreas ambiental, social, governança e desempenho econômico ao longo do tempo (Nuber et al, 2019). Medidas no Marketing também se destacam devido seus significados práticos, nesse sentido, são necessárias métricas de diagnóstico para interpretar medidas avaliativas, o longo prazo precisa ser considerado separadamente do curto prazo e os diferentes níveis de gerentes precisam de métricas diferentes no campo mercadológico. Talvez o indicador de marketing mais tradicional tenha sido as vendas, o que também pode ser avaliado pelos

lucros, uma vez que considera preços ou custos (Ambler & Roberts, 2008). O retorno sobre as vendas é uma aproximação dos prêmios de preço que as empresas podem cobrar, refletindo como fonte de sua vantagem competitiva (Harrigan & DiGuardo, 2017). A sustentabilidade também requer um papel maior para o Marketing, sendo fundamental medir o retorno sobre o investimento realizado na área. Tanto o Marketing interno quanto externo são importantes para uma abordagem bem sucedida da sustentabilidade (Sharma, Mehrotra & Krishnan, 2010). Já variáveis moderadoras como tamanho da empresa, alavancagem e crescimento ajudam a identificar grupos que podem ajudar a produzir conjuntos personalizados de medidas para analisar a relação do assunto e reduzir variação nos resultados (Alshehhi *et al*, 2018), além do mais, de acordo com Lo & Sheu (2007), grande parte da literatura já identificou impacto dessas variáveis com o valor da empresa. Deixando claro que a sustentabilidade corporativa está fortemente associada ao valor de mercado (Lo & Sheu, 2007).

Para Ambler & Roberts (2008), há um reconhecimento crescente da necessidade de indicadores de desempenho não financeiro, adotando algumas principais métricas de marketing. Se a disciplina de marketing não puder demonstrar seu valor, continuará sendo apenas um conjunto de atividades táticas para as quais os custos devem ser controlados. Assim, para adotar uma ótica real de planejamento estratégico, a área deve buscar evidências concretas de como contribui para os resultados da empresa (Stewart, 2009).

Este artigo é uma contribuição para atender ao anseio da área e, demonstrar o vínculo com a sustentabilidade tão requerida nos tempos atuais.

## METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa de natureza quantitativa descritiva com fonte de dados secundários. A coleta se deu por empresas que possuem classificações ESG no banco de dados Asset4 do Refinitiv (conhecido como Thomson Reuters), já utilizado por outros estudos (Chollet e Sandwidi, 2018; Velte, 2017). O *Score ESG - Environmental, Social and Governance* (Ambiental, Social e Governança) são projetados para medir o desempenho, o comprometimento e a eficácia relativos de ESG de uma empresa em 10 temas principais, sendo eles: a) **Ambiental:** uso de recursos, emissões, inovação; b) **Social:** força de trabalho, direitos humanos, comunidade, responsabilidade pelo produto; e c) **Governança:** administração, acionistas, estratégia de responsabilidade social corporativa. Todos os indicadores são com base nos dados relatados pelas empresas e as pontuações disponíveis em porcentagens e notas de letras de D a A + (Refinitiv, 2019).

De acordo com o relatório sobre o ESG *score Refinitiv* (2019), as medidas subjacentes do índice conseguem diferenciar efetivamente empresas que têm relatórios limitados e não são transparentes ou oferecem implementação e execução mínimas, em comparação com empresas que “seguem as orientações” e emergem como líderes em seus respectivos setores ou regiões. Dessa forma, foram analisadas 1.231 empresas nos últimos 10 anos.

Para este estudo, foi adotado a técnica de dados em painel com modelo hierárquico multinível. A estrutura de análise neste método é construída de uma forma que permite ser reconhecido os distintos níveis em que se articulam os dados, estando cada subnível representado no seu modelo. Ao comparar o modelo hierárquico multinível com outros modelos de regressão ou com modelos de análise de covariância, possuem como vantagem levar em consideração a análise de dados hierarquicamente estruturados (Goldstein, 2011; Hox, 2010).

## Variáveis do modelo

### *Variáveis dependentes*

Utilizou-se quatro regressões multinível a partir das variáveis dependentes Retorno sobre as Vendas (ROS) já calculado pela base; Retorno sobre o Investimento em Marketing (ROIM) é define retorno sobre marketing como “a receita ou margem gerada por um programa de marketing dividido pelo custo desse programa em um determinado nível de risco” (Powell, 2002, p. 6 citado em Stewart, 2009, p. 636). Calculado, portanto, da seguinte forma:

$$ROIM = \frac{(salesgrowth - marketingcost)}{marketingcost}$$

Despesas com vendas e marketing (SME) também foi considerado como variável dependente, normalmente inclui salários, comissões e benefícios para o pessoal de vendas e marketing, subsídios publicitários para clientes, publicidade, custos de armazenamento e custos de envio. Pode incluir os custos de venda de mercadorias, preparação para venda, como a coleta, a embalagem, o armazenamento e os encargos de pedidos. Todos os custos de envio e manuseio são registrados conforme incorridos e o frete de saída não é faturado aos clientes. O índice foi calculado da seguinte forma:

$$SME = \frac{MarketingCost}{Vendas}$$

Por último, a variável dependente foi as despesas com publicidade, representa o custo de publicidade e despesas promocionais, pode incluir despesas de publicidade terceirizada para marketing. Calculado como:

$$AE = \frac{Advertisingexpense}{Vendas}$$

### *Variáveis independentes*

As variáveis independentes são as que implicam nos investimentos em sustentabilidade como o ESG principal índice, e seus temas, *score* Ambiente, *score* Social, *score* Governança, além disso, cada um dos temas possuem outros índices menores que os compõem, uso de recursos, emissões, inovação ambiental, força de trabalho, direitos humanos, comunidade, responsabilidade pelo produto, administração, acionistas e estratégia de responsabilidade social corporativa (Refinitiv, 2019).

### *Variáveis de controle*

Já as variáveis de controle foram o tamanho da empresa, alavancagem e crescimento, conforme argumentam Shakil et.al (2019). Para o tamanho foi calculado o ln das vendas das empresas. Estudos anteriores descobriram que o desempenho da empresa pode variar devido ao seu tamanho (Chollet & Sandwidi, 2018; Velte, 2017). Quanto à alavancagem, é o índice de dívida de longo prazo dividido pelo capital total no final do período fiscal e é expresso em porcentagem. A alavancagem é considerada como variável de controle, pois pode ter um efeito,

positivo ou negativo, no banco desempenho (Atan, Alam, Said & Zamri, 2018). Dessa forma, foi calculado da seguinte forma:

$$Lev = \frac{LongTermDebt}{TotalAssets}$$

Finalmente, o crescimento é a variação percentual da receita (faturamento), calculado como abaixo:

$$Growth = \frac{Vendas_t}{Vendas_{t-1}} - 1$$

## ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO

Foram gerados três modelos para cada variável dependente, conforme demonstra as tabelas 1, 2, 3 e 4, totalizando 12 modelos. Para cada variável dependente foi gerado um primeiro modelo somente com o *score* ESG e as variáveis de controle, o segundo modelo inseriu os principais pilares do ESG: Ambiente, Social e Governança, além das variáveis de controle, o terceiro modelo, por sua vez, inseriu os temas de cada lacuna do índice ESG: uso de recursos, emissões, inovação ambiental, força de trabalho, direitos humanos, comunidade, responsabilidade pelo produto, administração, acionistas e estratégia de responsabilidade social corporativa, somada as variáveis de controle.

Após a estimativa dos modelos, o teste qui-quadrado foi aplicado, sua estimação é altamente significativo do ponto de vista estatístico, rejeitamos a hipótese de que não há diferença significativa nos coeficientes estimados dos dois modelos, ou seja, há indícios de correlação entre o termo de erro e um ou mais regressores, o que permite rejeitar o modelo de efeitos aleatórios em favor do modelo de efeitos fixos (Gujarati & Porter, 2011).

Na análise multinível a significância dos coeficientes de regressão e dos parâmetros de variância é verificada por meio da divisão do parâmetro estimado pelo erro-padrão. Por isso, a interpretação dos modelos em uma análise multinível deve ser realizada com base no ajuste do modelo total, em vez dos coeficientes da regressão individuais (Puentes-Palacios & Laros, 2009).

Para a variável **retorno das vendas (ROS)** como dependente pode-se observar na Tabela 1 por meio do Modelo I alta significância para as variáveis de controle, o que indica que de fato essas variáveis (crescimento, alavancagem e tamanho) influenciam no modelo, confirmando a literatura. Ainda neste mesmo modelo percebe-se que o *score* ESG não interfere no índice ROS, com um coeficiente muito próximo de zero (-0,0000853) não sendo significativo.

No modelo II ainda para a variável retorno das vendas como dependente pode-se observar na Tabela 1 que as variáveis Ambiental, Social e Governança, bases do score ESG, possuem os coeficientes muito próximos de zero não sendo significativas, indicando também nenhum efeito no índice de ROS. E, no modelo III, todos os coeficientes foram muito próximos de zero, sendo os valores em sua maioria não foram significativos. Com exceção das variáveis estratégia de governança corporativa (1%) e força de trabalho (5%).

Quanto ao qui-quadrado da variável nos modelos avaliador, devido à sua alta significância é possível rejeitar a hipótese de que não há diferença significativa nos coeficientes.

Tabela 1 – Modelos gerados a partir do Retorno das Vendas

Return_on_sales	Modelo I			Modelo II			Modelo III		
	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor
Constante	-3,3715470	-5,730	0,000	-3,456	-5,820	0,000	-3,435	-5,64	0,000
ESG	-0,0000853	-0,040	0,965						
Environment				-0,0009834	-0,540	0,592			
Social				-0,0002705	-0,150	0,884			
Governance				0,0005346	0,310	0,753			
Resource_Use							-0,0013636	-0,74	0,457
Emissions							0,0013271	0,79	0,429
Environmental_Innovation							-0,0003397	-0,22	0,826
Workforce							0,0030962	1,92	0,055
Human_Rights							-0,0011266	-0,68	0,498
Community							0,0003641	0,25	0,803
Product_Responsibility							-0,0004566	-0,29	0,768
Management							0,0017859	1,31	0,19
Shareholders							-0,0000866	-0,07	0,946
CSR							-0,004164	-2,70	0,007
Growth	-0,8094092	-6,100	0,000	-0,8157624	-6,120	0,000	-0,8029253	-6,01	0
Leverage	-0,5726224	-2,310	0,021	-0,5707260	-2,300	0,022	-0,5509109	-2,19	0,029
Size	0,1611725	5,930	0,000	0,1662049	5,990	0,000	0,1658155	5,78	0
Setor	0,3652066			0,3609049			0,3834512		
Erro	8,228284			8,233			8,211329		
Chi <sup>2</sup>	101,47			100,44			103,83		
p-valor	0			0			0		

Para a variável **retorno sobre os investimentos em Marketing (ROIM)** a Tabela 2 mostra o Modelo I com as variáveis de controle sem significância, diferentemente quando analisado o retorno sobre as vendas. Podendo ser possível observar que o *score* ESG obteve o mesmo comportamento, não interferindo no ROIM, com um coeficiente muito próximo de zero (0,0041025) não sendo significativo.

No modelo II para o ROIM como dependente pode-se observar na Tabela 2 que as variáveis Ambiental, Social e Governança, bases do score ESG, possuem os coeficientes muito próximos de zero e não são significativos, indicando novamente nenhum efeito no índice de ROIM. Já no modelo III, observa-se mais uma vez todos os coeficientes muito próximos de zero. Destaca-se neste modelo a significância de algumas variáveis como força de trabalho e comunidade (1%) e, inovação ambiental e administração (5%).

Quanto ao qui-quadrado, mais uma vez, ao analisar os modelos para o ROIM devido à sua significância é possível rejeitar a hipótese que não há diferença significativa nos coeficientes.

Tabela 2 – Modelos gerados a partir do Retorno sobre o Investimento em Marketing

ROIM	Modelo I			Modelo II			Modelo III		
	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor
Constante	-7,995914	-3,30	0,001	-8,997954	-3,68	0,000	-7,106825	-2,79	0,005
ESG	0,0041025	0,50	0,616						
Environment				-0,0102319	-1,35	0,177			
Social				0,0037135	0,50	0,618			
Governance				-0,0001447	-0,02	0,984			
Resource_Use							-0,0016143	-0,21	0,836
Emissions							-0,0027676	-0,41	0,684
Environmental_Innovation							-0,0161687	-2,51	0,012
Workforce							0,0221319	3,36	0,001
Human_Rights							-0,0014223	-0,21	0,833
Community							-0,016621	-2,77	0,006
Product_Responsibility							-0,0070922	-1,12	0,261
Management							0,0131819	2,35	0,019
Shareholders							0,0018297	0,35	0,727
CSR							0,0067828	1,07	0,286
Growth	10,66898	19,17	0,000	10,55422	18,90	0,000	10,61769	18,95	0
Leverage	0,5043794	0,51	0,610	0,503992	0,51	0,610	1,114904	1,11	0,266
Size	0,394053	3,59	0,000	0,461313	4,11	0,000	0,3547018	3,01	0,003
Setor	22,00641			21,69872			21,39434		
Erro	79,88185			79,88279			79,09099		
Chi²	235,22			226,54			214,63		
p-valor	0			0			0		

Para a variável **gastos em marketing e vendas (SME)** a Tabela 3 mostra que o Modelo I com as variáveis de controle apresentaram significância, com exceção da variável alavancagem. Aqui já é possível identificar uma relação significativa do *score* ESG e SME, mesmo com um coeficiente muito próximo a zero (0, 0002682).

No modelo II para o SME como variável dependente a Tabela 3 demonstra que as variáveis Ambiental e Social possuem os coeficientes muito próximos de zero, mas são significativas a 5% e 10%, respectivamente, em relação ao SME. O modelo III, mais uma vez, apresenta todos os coeficientes muito próximos de zero. Destaca-se neste modelo a significância de algumas variáveis como direitos humanos e comunidade (1%) e, RSC (5%).

Quanto ao qui-quadrado, ao analisar os modelos para o SME novamente apresentou significância.

Tabela 3 – Modelos gerados a partir dos Gastos com Marketing e Vendas

SME	Modelo I			Modelo II			Modelo III		
	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor
Constante	0,451647	17,82	0,000	0,4583671	17,93	0	0,4722069	18,06	0,000
ESG	0,0002682	3,300	0,001						
Environment				0,0001803	2,36	0,018			
Social				0,000139	1,79	0,074			
Governance				-0,0000137	-0,19	0,847			
Resource_Use							0,0000875	1,14	0,252
Emissions							-0,000103	-1,47	0,141
Environmental_Innovation							2,18E-06	0,03	0,973
Workforce							-0,0000275	-0,41	0,682
Human_Rights							0,0002303	3,32	0,001
Community							0,0001884	3,09	0,002
Product_Responsibility							0,0000383	0,59	0,553
Management							-0,0000476	-0,84	0,401
Shareholders							-4,05E-06	-0,08	0,94
CSR							0,0001392	2,16	0,031
Growth	0,0299829	5,39	0	0,0302989	5,43	0	0,0312211	5,59	0
Leverage	-0,0144479	-1,38	0,168	-0,0141608	-1,35	0,177	-0,0213281	-2,01	0,044
Size	-0,0176099	-15,33	0	-0,0179843	-15,32	0	-0,0189288	-15,65	0
Setor	0,0019182			0,0018817			0,0018566		
Erro	0,0142965			0,0142947			0,014208		
Chi <sup>2</sup>	884,66			855,14			810,8		
p-valor	0			0			0		

Para a variável **gastos com publicidade (AE)** como variável dependente pode-se observar na Tabela 4 que o *score* ESG não interfere no índice, com um coeficiente muito próximo de zero (-0,0000178) não sendo significativo. No modelo II também observa-se que os fatores Ambiental, Social e Governança, bases do *score* ESG, não foram significativas, indicando nenhum efeito no índice de AE. E, no modelo III, todos os coeficientes foram muito próximos de zero, em as únicas variáveis que apresentaram significância fora comunidade (1%), RSC (5%) e uso de recursos (10%). No qui-quadrado da variável nos modelos avaliados, foi significativo, permitindo mais uma vez rejeitar a hipótese que não há diferença significativa nos coeficientes.

Tabela 4 – Modelos gerados a partir dos Gastos com Publicidade

AE	Modelo I			Modelo II			Modelo III		
	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor	Coef.	Estat.	p-valor
Constante	0,0222215	3,330	0,001	0,0213863	3,18	0,001	0,020032	2,91	0,004
ESG	-0,0000178	-0,850	0,397						
Environment				-0,0000254	-1,29	0,197			
Social				0,0000105	0,52	0,600			
Governance				-0,0000169	-0,92	0,355			
Resource_Use							-0,0000357	-1,81	0,071
Emissions							0,0000238	1,32	0,188
Environmental_Innovation							-0,0000187	-1,12	0,262
Workforce							-0,0000134	-0,77	0,441
Human_Rights							0,0000256	1,43	0,153
Community							0,0000498	3,15	0,002
Product_Responsibility							3,54E-06	0,21	0,832
Management							-0,0000105	-0,72	0,474
Shareholders							0,0000137	0,99	0,321
CSR							-0,0000425	-2,55	0,011
Growth	0,0003694	0,26	0,797	0,0002027	0,14	0,888	0,0006206	0,43	0,667
Leverage	-0,0021622	-0,8	0,425	-0,0023065	-0,85	0,395	-0,0039386	-1,43	0,151
Size	-0,0005219	-1,76	0,079	-0,0004524	-1,49	0,136	-0,0004261	-1,36	0,174
Setor	0,0002063			0,0002058			0,0002011		
Erro	0,0009498			0,0009498			0,0009461		
Chi <sup>2</sup>	676,97			674,47			660,98		
p-valor	0			0			0		

De forma geral, ao analisar as relações estabelecidas percebe-se que o *score* ESG quando analisado em conjunto, como única variável, não implica relacionamento com as variáveis adotadas. O único apontamento a se fazer foi a relação estabelecida entre o *score* ESG e os gastos com marketing e vendas que foi significativa, o que remete à um fato gerencial lógico que empresas que realizam mais atividades relacionadas à qualquer uma das áreas social, ambiental ou de governança, gastaria mais com atividades que pudessem divulgar e fortalecer sua marca. Bem visto em Yu & Zhao (2015) e na relação positiva entre o desempenho da sustentabilidade e o valor da empresa, os altos níveis de divulgação, além da preocupação em informar os investidores afetam positivamente o valor da empresa.

Quando se dividiu o *score* adotado em suas bases principais, social, ambiental e governança, pode-se, mais uma vez, encontrar somente relação com os gastos com marketing e vendas. Aqui, as únicas relações significativas foram para as ações ambientais e sociais. Como bem discutido, os resultados da relação ambiental e desempenho das empresas não é uma questão bem definida (Song et.al, 2017), aqui percebe-se um resultado pouco conclusivo, mas que indica que um possível gerenciamento e investimento tanto ambiental quanto social pode aumentar os gastos com marketing e vendas, aumentando os encargos financeiros, o que pode comprometer as margens de lucro de uma empresa como apontado por Song et.al (2017) e Godfrey et. al (2009).

A governança, por sua vez, não foi significativa com as variáveis pesquisadas, o que indica o quão complexa é a avaliação deste item, já que como apontam Aboud & Diab (2018), a governança corporativa também abrange outros itens em si, como a ética nos negócios, divulgação e responsabilização.

O que de fato implicou em relações significativas foram alguns dos índices específicos do score. Com relação aos índices sociais, foram os que mais apresentaram significância, comunidade é um índice que mede o compromisso da empresa de ser um bom cidadão,

protegendo a saúde pública e respeitando a ética nos negócios (Refinitiv, 2019) e, apresentou como resultados significância com os índices de retorno do investimento em marketing, mas também com os gastos em marketing, vendas e publicidade. O que indica que, apesar de se preocupar com a comunidade ser significativo para o retorno mercadológico, implica também em muitos gastos. A força de trabalho em relação ao retorno com vendas e com o retorno em investimento em marketing. De acordo com o Refinitiv (2019), a força de trabalho mede a eficácia de uma empresa em relação à satisfação no trabalho, um ambiente de trabalho saudável e seguro, mantendo a diversidade e a igualdade de oportunidades e oportunidades de desenvolvimento para sua força de trabalho. Logo, uma mão de obra mais satisfeita possui uma relação significativa com os índices de retornos mercadológicos para as empresas.

Ligado às ações de governança, o índice que mais obteve significância com as variáveis estudadas foi a estratégia de responsabilidade social corporativa, em relação ao retorno com as vendas e aos gastos com marketing, vendas e publicidade. A descrição deste índice pela Refinitiv (2019) reflete as práticas de uma empresa para comunicar que integra as dimensões econômica (financeira), social e ambiental em seus processos diários de tomada de decisão. Assim, estratégias de RSC impactam nas vendas, mas como consequência dão maiores gastos devido ao esforço de comunicação existente. O outro fator ligado à governança, foi a administração que foi significativa quando relacionado ao retorno do investimento em marketing, ele mede o comprometimento e a eficácia de uma empresa em seguir os princípios de governança corporativa das melhores práticas (Refinitiv, 2019). Mostrando que o comprometimento de um bom gerenciamento pode impactar no retorno do investimento mercadológico.

Quanto aos índices ambientais, somente dois apresentaram significância, a inovação ambiental em relação ao retorno do investimento em marketing e, o uso de recursos em relação aos gastos com publicidade. A inovação ambiental reflete a capacidade de uma empresa de reduzir custos e encargos ambientais para seus clientes, criando assim novas oportunidades de mercado por meio de novas tecnologias e processos ambientais ou produtos com design ecológico (Refinitiv, 2019). O fato da inovação ambiental criar novas oportunidade explica muito a significância com a variável ROIM. Já o uso de recursos reflete o desempenho e a capacidade de uma empresa de reduzir o uso de materiais, energia ou água e encontrar soluções mais ecoeficientes, melhorando o gerenciamento da cadeia de suprimentos (Refinitiv, 2019). O que explica a significância com os gastos com publicidade de forma negativa, exatamente por implicar em algum tipo de economia, mesmo que na publicidade.

Os resultados descritos acima podem ser mais bem compreendidos por meio da figura 1.

Figura 1 – Resultados das significâncias por índices específicos.

ROS	ROIM	SME	AE
<p><b>Modelo I</b> Não há relação.</p> <p><b>Modelo II</b> Não há relação.</p> <p><b>Modelo III</b> Relação Significativa para <i>força de trabalho</i> a 5% e <i>estratégia de RSC</i> a 1%.</p>	<p><b>Modelo I</b> Não há relação.</p> <p><b>Modelo II</b> Não há relação.</p> <p><b>Modelo III</b> Relação Significativa para <i>força de trabalho</i> e <i>comunidade</i> a 1%, <i>inovação ambiental</i> e <i>administração</i> a 5%.</p>	<p><b>Modelo I</b> Relação significativa para o <i>ESG</i> a 1%.</p> <p><b>Modelo II</b> Relação significativa para <i>ambiental</i> a 5% e <i>social</i> a 10%.</p> <p><b>Modelo III</b> Relação Significativa para <i>direitos humanos</i> e <i>comunidade</i> a 1%, e <i>RSC</i> a 5%.</p>	<p><b>Modelo I</b> Não há relação.</p> <p><b>Modelo II</b> Não há relação.</p> <p><b>Modelo III</b> Relação Significativa para <i>comunidade</i> a 1%, <i>RSC</i> a 5% e <i>uso de recursos</i> a 10%.</p>

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investiga a relação entre os investimentos em ações de sustentabilidade e desempenho mercadológico. Para tanto, foi por meio do *score* ESG - *Environmental, Social and Governance* (Ambiental, Social e Governança) projetados para medir desempenho, comprometimento e a eficácia relativos de ESG que as ações de sustentabilidade foram identificadas. Já em relação aos desempenho mercadológico optou-se por métricas da área, que foram as variáveis dependentes dos modelos: Retorno sobre as Vendas (ROS) já; Retorno sobre o Investimento em Marketing (ROIM), Gastos com Marketing e Vendas (SME); e, Gastos com Publicidade (AE).

Tendo como principal objetivo avaliar o impacto de investimentos em atividades de sustentabilidade (ambientais, sociais e econômicas) no desempenho mercadológico das empresas, o estudo relata algumas principais conclusões. De fato, em geral, o *score* ESG não possibilitou chegar em muitas relações de significância, quando analisado como variável geral, não implicou em relacionamento com as variáveis adotadas. O que já demonstra o quão este índice é complexo, dificultando relações quantitativas.

Os resultados para as bases ambiental, social e de governança foram pouco conclusivos, somente indícios que o gerenciamento e investimento tanto ambiental quanto social podem aumentar os gastos com marketing e vendas, aumentando os encargos financeiros, o que pode comprometer as margens de lucro. A governança, por sua vez, não foi significativa com as variáveis pesquisadas, o que indica o quão complexa é este pilar.

Quanto aos resultados pontuais, percebe-se que os índices ligados ao pilar social apresentaram mais significância, a comunidade e a força de trabalho. Assim, maior preocupação com a comunidade pode ser significativo para o retorno mercadológico, mas implica em muitos gastos, sendo necessário mais investigação sobre isso. E força de trabalho satisfeita possui uma relação significativa com os índices de retornos mercadológicos para as empresas. Para os índices de governança, encontrou-se resultados para as estratégias de RSC que impactam nas vendas, mas como consequência dão maiores gastos devido ao esforço de comunicação. E o comprometimento do bom gerenciamento pode impactar no retorno do investimento mercadológico. Por fim, nos índices ambientais, somente achou relação quanto a inovação ambiental em criar novas oportunidade e ter significância com a variável ROIM. E o uso de recursos que implica em algum tipo de economia, mesmo que na publicidade.

Dessa forma, o impacto de investimentos de sustentabilidade no desempenho mercadológico neste estudo aponta que ações específicas e direcionadas promovem mais resultados mercadológicos, principalmente quando direcionados para o pilar social. Além disso, a contribuição dada aqui vem no sentido de compreender as nuances das dimensões da sustentabilidade sob o olhar mercadológico, já que falta consenso na seleção de medidas corporativas para examinar o impacto das ações de sustentabilidade. As implicações para o investidores se dá no sentido de valorizar índices como o ESG e seu acompanhamento, para as empresas o esforço na gestão rática e relatórios de sustentabilidade para atender aos interessados, já para os pesquisadores a necessidade de ir além das relações lineares e considerar especificidades nas relações.

Como ações futuras, é necessário rever as variáveis dependentes, devido à ausência de dados, o ROIM só começou a aparecer no banco de dados a partir de 2013, e, em geral, poucos “investimentos em vendas ou publicidade” foram identificados. Pesquisas que avaliem indicadores específicos por setores, países ou focar somente em índices de retorno também são insights para o futuro.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- About, A. and Diab, A. (2018), “The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: evidence from Egypt”, *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 8 No. 4, pp. 442-458.
- Alshehhi, A.; Nobanee, H.; Khare, N. The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, 2018, 10, 494.
- Ambler T. & Roberts, J. H. (2008) Assessing marketing performance: don't settle for a silver metric, *Journal of Marketing Management*, 24:7-8, 733-750, DOI: 10.1362/026725708X345498
- Antolín-López, R., Delgado-Ceballos, J., & Montiel, I. (2016). Deconstructing corporate sustainability: a comparison of different stakeholder metrics. *Journal of Cleaner Production*, 136, 5–17. doi:10.1016/j.jclepro.2016.01.111
- Atan, R., Alam, M.M., Said, J. and Zamri, M. (2018), The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: panel study of Malaysian companies, *Management of Environmental Quality: An International Journal*, Vol. 29 No. 2, pp. 182-194.
- Chollet, P. and Sandwidi, B.W. (2018), CSR engagement and financial risk: a virtuous circle? International evidence, *Global Finance Journal*, Vol. 38, pp. 65-81.
- Cohen, J. R., Holder-Webb, L. L., Nath, L., & Wood, D. (2012). Corporate Reporting of Nonfinancial Leading Indicators of Economic Performance and Sustainability. *Accounting Horizons*, 26(1), 65–90. doi:10.2308/acch-50073
- Dyllick, T.; Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy Environment*, 11, 130–141.
- Godfrey, P.C., Merrill, C.B. and Hansen, J.M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, Vol. 30 No. 4, pp. 425-445.
- Goldstein, H. (2011) *Multilevel statistical models* / Harvey Goldstein. – 4th ed. John Wiley & Sons, Ltd.
- Hahn, T.; Figge, F. (2011) Beyond the Bounded Instrumentality in Current Corporate Sustainability Research: Toward an Inclusive Notion of Profitability. *Journal Business Ethics*, 104, 325–345.
- Harrigan, K.R., DiGuardo, M.C. (2017) Sustainability of patent-based competitive advantage in the U.S. communications services industry. *The Journal Technology Transf*, 42, 1334–1361. <https://doi.org/10.1007/s10961-016-9515-2>
- Hox, J. J. (2010) *Multilevel analysis: techniques and applications* / Joop J. Hox. – 2nd ed. Routledge.
- Khan, M., Serafeim, G. e Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91 (6), 1697-1724. doi: 10.2308 / accr-51383
- Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345–358. doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x
- Nuber, C., Velte, P., & Hörisch, J. (2019). The curvilinear and time-lagging impact of sustainability performance on financial performance: Evidence from Germany. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27 (1), 232-243. doi: 10.1002/csr.1795
- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & de Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. The Academy of Management Annals, 4(1), 403–445. doi:10.1080/19416520.2010.495581

- Porter, M., Vander, L.C., 1995. Green and competitive: ending the stalemate. *Harv. Bus. Rev.* 73 (5), 120e134.
- Refinitiv (2009). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. Disponível em [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf)
- Shakil, M., Mahmood, N., Tasnia, M. and Munim, Z. (2019), Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks, *Management of Environmental Quality*, Vol. 30 No. 6, pp. 1331-1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>
- Sharma, A., Iyer, G. R., Mehrotra, A., & Krishnan, R. (2010). Sustainability and business-to-business marketing: A framework and implications. *Industrial Marketing Management*, 39(2), 330–341. doi:10.1016/j.indmarman.2008.11.005
- Song, H., Zhao, C., & Zeng, J. (2017). Can environmental management improve financial performance: An empirical study of A-shares listed companies in China. *Journal of Cleaner Production*, 141, 1051–1056. doi:10.1016/j.jclepro.2016.09.105
- Stewart, D. W. (2009). Marketing accountability: Linking marketing actions to financial results. *Journal of Business Research*, 62(6), 636–643. doi:10.1016/j.jbusres.2008.02.005
- Velte, P. (2017), Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany, *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.
- Yu, M. e Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: an international investigation. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23 (3), 289–307. doi: 10.1108 / ijaim-07-2014-0050