

EFEITO DA FOLGA FINANCEIRA NA RELAÇÃO ENTRE AS PRÁTICAS AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (ESG) E O DESEMPENHO DE MERCADO

VAGNER HORZ

UNIVERSIDADE DE BLUMENAU - FURB

PATRIQUE ROSA HEDLUND

UNIVERSIDADE DE BLUMENAU - FURB

SAMUEL LYNCON LEANDRO DE LIMA

UNIVERSIDADE DE BLUMENAU - FURB

LUCIANO CASTRO DE CARVALHO

UNIVERSIDADE DE BLUMENAU - FURB

Introdução

As práticas de ESG tornam-se primordiais para as empresas e acionistas que buscam possíveis retornos financeiros a longo prazo e melhorar o desempenho nas práticas de negócios, contribuindo para reputação da organização (Cheng et al., 2014; Li et al, 2021). Desse modo, a intensificação de investimentos em ESG como propósitos das organizações pode gerar benefícios aos stakeholders, efetuar melhorias em fatores relacionados à sociedade e ao meio ambiente (Zumente & Bistrova, 2021).

Problema de Pesquisa e Objetivo

Ao considerar a existência de relações ainda conflitantes no papel da folga financeira na relação entre as práticas de ESG e o desempenho de mercado das empresas, indaga-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da folga financeira na relação entre a ESG e o desempenho mercado? Portanto, o objetivo da pesquisa é analisar a influência da folga financeira na relação entre a ESG e o desempenho de mercado das companhias listadas nas bolsas de valores do BRICS.

Fundamentação Teórica

Torna-se relevante a introdução dos preceitos de ESG nos processos de gestão estratégica da organização para gerar benefícios aos stakeholders (Zumente & Bistrova, 2021). Com isso, pode-se contribuir com atividades sociais corporativas, ações direcionadas ao meio ambiente e práticas voltadas a aprimorar a governança da empresa, visto que são instrumentos que podem elevar o desempenho mercado (Brooks & Oikonomou, 2018).

Metodologia

A pesquisa foi desenvolvida por meio da abordagem quantitativa, cujo amostra são companhias listadas nas bolsas de valores do conjunto econômico formado pelo Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS). Os dados foram coletados na base da Refinitiv Eikon®, considerando o período de dez anos (2012-2021). Para a análise dos dados, empregou-se a regressão linear múltipla com dados em painel, estimada por país e pelos pilares do ESG.

Análise dos Resultados

Os resultados evidenciam que o ESG total tem uma relação positiva com o desempenho mercado das empresas africanas e russas, elevando o valor de mercado. Já os pilares Social, Ambiental e governança os resultados mostraram relação de forma heterogênea no desempenho de mercado, refletindo na interação dos stakeholders para promover valor para empresa. Os achados associados à moderação da Folga Financeira evidenciam que a disponibilidade de recursos financeiro favorecem as empresas adequar e consolidar as práticas de ESG favorecendo as partes interessas com intuito melhorar o valor da empresa.

Conclusão

Sendo assim, os resultados da pesquisa contribuem para discussão das estratégias de investimento dos recursos financeiros que podem robustecer as práticas ESG. Assim contribui para propiciar o fortalecimento das empresas que atuam em mercados emergentes e possibilitar aplicação de políticas adequadas e homogêneas de divulgação das práticas de ESG em países emergentes.

Referências Bibliográficas

Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15. Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2), 127

Palavras Chave

ESG, Folga Financeira, Desempenho de Mercado

EFEITO DA FOLGA FINANCEIRA NA RELAÇÃO ENTRE AS PRÁTICAS AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (ESG) E O DESEMPENHO DE MERCADO

1 INTRODUÇÃO

O mundo corporativo está passando por uma transformação na percepção e avaliação da credibilidade das empresas e seus negócios, nas responsabilidades com as partes interessadas e na relevância para o desempenho ambiental, social e de governança (Brooks & Oikonomou, 2018; Behl et al., 2022). Desse modo, as práticas de ESG tornam-se primordiais para as empresas e acionistas que buscam possíveis retornos financeiros a longo prazo e melhorar o desempenho nas práticas de negócios, contribuindo para reputação da organização (Cheng et al., 2014; Kushwana & Sharma, 2016; Li et al, 2021).

Para Freeman (2008) os gestores das organizações necessitam promover diligências em ações para fortalecer a proteção ao meio ambiente, melhorar o desempenho social e aprimorar as práticas de governança, em perspectiva para maximizar a riqueza financeira em prol aos acionistas e as partes interessadas. Desse modo, demonstra-se intensificar investimentos em ESG nos propósitos da organização para gerar benefícios aos stakeholders, efetuar melhorias em fatores relacionados à sociedade e alcançar valor para o acionista a longo prazo (Zumente & Bistрова, 2021).

No entanto, as práticas ESG tornam-se uma forma para aprimorar o negócio e contribuir para o valor econômico e de mercado da empresa (Signori et al., 2021). Já em mercados emergentes como BRICS, podem estimular que as empresas apliquem recursos em práticas ESG, para favorecer o desenvolvimento econômico dessas nações e o crescimento do desempenho financeiro e de mercado das organizações ao longo prazo (Garcia et al., 2017, Tripathi & Kaur, 2020).

Com isso as organizações que apresentam folga financeira têm a necessidade em discriminar recursos financeiros para investimentos em iniciativas de ESG eficientes favorecendo a sua reputação e criando valor aos acionistas (Tan et al.,2017; Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel, 2021). Já Peng e Isa (2020) demonstram que o impacto do ESG no desempenho da empresa não é devido à sua folga financeira, mas sim por incorporarem a ESG nas práticas de negócios prudentes aos impactos ambientais, responsáveis e transparentes para as empresas como vantagem competitiva e estratégia para criar novos mercados para potenciais investidores.

Neste contexto, considerando a existência de relações ainda conflitantes no papel da folga financeira na relação da ESG com o desempenho de mercado das empresas, a pesquisa busca responder a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da folga financeira na relação entre a ESG e o desempenho mercado? Portanto, o objetivo da pesquisa é analisar a influência da folga financeira na relação entre a ESG e o desempenho de mercado das companhias listadas nas bolsas de valores do BRICS.

Justifica-se a pesquisa, em compreender a importância do efeito da folga financeira nos processos de decisão na aplicação de recursos financeiros em ESG e a relação no valor de mercado das empresas em países emergentes, bem como comparar esses efeitos entre cada um dos países do BRICS. Pretende-se ressaltar aos gestores que as disponibilidades de recursos financeiros podem ser investidas em práticas de ESG, resultar em práticas sustentáveis ,favorecer o desempenho de mercado e melhorar a percepção dos acionistas nas ações da empresa (Lv et al.,2019; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

O estudo pretende fornecer contribuições para a literatura na consolidação e propensão das práticas de ESG para o fortalecimento das empresas que atuam em mercados emergentes

como nas nações do BRICS. Contribui ainda para a percepção dos gestores de forma holística dos pilares em suas decisões de investimento para fortalecer todos os fatores do ESG nas organizações. Para contribuições práticas, destacar aos reguladores, gestores e investidores a pertinência dos investimentos de recursos financeiros nas ações estratégicas das equipes de alta administração focadas na ESG, podendo contribuir para implementação e aplicação de políticas adequadas e homogêneas de divulgação de ESG, que contribui para atrair investimentos domésticos e internacionais para as empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Stakeholders

Conforme Freeman (1994) a teoria dos stakeholders aponta para o relacionamento entre a organização e os indivíduos que afetam ou são afetadas pelas ações da empresa. Nessa perspectiva, os negócios podem ser entendidos como um conjunto de relações entre grupos que têm interesse nas atividades que compõem a atuação empresarial, que refere-se aos clientes, fornecedores, funcionários, financiadores (acionistas, obrigacionistas, bancos, etc.), comunidades e gestores interagem para criar valor para empresa (Freeman, 1984).

Os gestores têm como incumbência gerenciar esses relacionamentos para criar e valorizar o valor de mercado para as partes interessadas e conduzir a distribuição desse valor (Freeman, 1984). Desse modo, torna-se relevante a introdução dos preceitos de ESG nos processos de gestão estratégica da organização para gerar benefícios aos stakeholders, contribuir para melhorar o desempenho em relação ao meio ambiente e fatores relacionados à sociedade e alcançar valor para o acionista a longo prazo (Freeman & McVea, 2001; Zumente & Bistрова, 2021).

Freeman (2008) aponta que os impactos positivos dos fatores de ESG apresentam em concordância com a perspectiva da teoria dos stakeholders para contribuir ao desempenho das organizações, favorecendo os acionistas como as partes interessadas. Com isso, atividades sociais corporativas, ações direcionadas ao meio ambiente e práticas voltadas a aprimorar a governança da empresa são instrumentos que favorecem o alcance de um bom desempenho mercado (Brooks & Oikonomou, 2018).

Há evidências consistentes sobre as convicções das partes interessadas sobre o envolvimento ESG, como colaboradores satisfeitos, comprometidos para melhorar a produtividade (Baron, 2008), construir bons relacionamentos com reguladores, funcionários, sociedade e clientes (Hou, 2019) e melhora a reputação corporativa (Alsayegh et al., 2020). Destarte, a classificações ESG vem sendo utilizada como um indicador de desempenho para responsabilidade social, favorecendo para intensificar o relacionamento empresa-stakeholder (Zumente & Bistрова, 2021; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

No entanto, as práticas ESG tornam-se uma forma para aprimorar o negócio das organizações e fortalecer a atuação na perspectiva social, ambiental e de governança, contribuindo para o valor econômico e de mercado da empresa (Signori et al., 2021). Já em mercados emergentes como o BRICS, pode-se permitir que as empresas apliquem recursos em práticas ESG, para favorecer o desenvolvimento econômico dessas nações e o crescimento desempenho financeiro e de mercado das organizações no longo prazo (Garcia et al., 2017). Desse modo, os gestores e os stakeholders necessitam abranger ações socialmente responsáveis em seu ambiente corporativo e apontar que as companhias que atuam mercado emergentes devem desempenhar com solicitude a questões regulatórias e juntar pertinência para o desenvolvimento das práticas em ESG (Tripathi & Kaur, 2020).

2.2 ESG e Desempenho de Mercado

A integração dos negócios com o mundo interno e externo está ganhando força à luz dos fatores de ESG vinculados ao desempenho de mercado das empresas. Entretanto, o impacto dessa relação varia entre economias, indústrias e estruturas institucionais devido a diferentes estruturas legais, sociais e expectativas dos stakeholders (Behl et al., 2022). Sharma et al., (2019) elucidam que divulgações ESG mais altas fornecem sinais positivos sobre a reputação de uma empresa no mercado, o que melhora a sua visão frente aos acionistas e ainda corrobora com a redução do custo de capital.

O ESG tem se tornado uma extensão e um acréscimo ao conceito de economia verde, responsabilidade social corporativa e investimento responsável, que também se refere a padrões importantes para a sociedade medir o nível de desenvolvimento sustentável (Qiu & Yin, 2019). Deng e Cheng (2019) argumentam que os investidores, gestores, instituições financeiras e demais stakeholders confiam cada vez mais nos relatórios e índices ESG para avaliar e medir o desempenho sustentável da empresa e como ele potencializa o desempenho de mercado ao longo do tempo em comparação aos seus concorrentes.

Desta forma, as empresas que apuram o desenvolvimento ESG tendem a se beneficiarem em termos de reputação, atratividade do investidor e satisfação dos funcionários, que pode ter um efeito positivo no desempenho do mercado de ações (Kushwana & Sharma, 2016). Sob outra perspectiva, Silva e Cortez (2016) chamam atenção para o fato que, se as empresas prestarem muita atenção aos ESG, elas adotarão uma série de padrões ao tomar decisões de investimento, o que pode limitar o escopo do investimento e diminuir os lucros das empresas.

No entanto, o empenho da empresa e a supervisão dos investidores tendem a fortalecer o engajamento dos gestores nas práticas e ações de responsabilidade social e de governança corporativa mais ativas, visando aprimorar seu desempenho de mercado (Li et al, 2021). Porém, existem desafios das organizações e investidores para uma integração holística dos pilares em suas decisões de investimento para fortalecer todos os fatores do ESG nas organizações (Friede, 2019). Como apontam os achados de Han et al. (2016), a estrutura de governança corporativa consolidada contribui para gerar valor para a empresa, diferentemente dos achados de Garcia et al., (2017) que apresentaram que o fator ambiental foi o que obteve relação positiva com desempenho financeiro/mercado, demonstrando o efeito dos diferentes fatores individuais de ESG nas empresas.

Além disso, estudos como Chen et al. (2016), Deng e Xeng (2019) e Jost et al. (2021) relatam que o ESG tem um impacto positivo no desempenho de mercado. Entretanto, foram constatados estudos que obtiveram resultados conflitantes, como no estudo de Han et al. (2018) e Ruan & Liu (2021) que apresentaram relação negativa. Já os estudos de Rodriguez-Fernandez (2016) e Velte (2017) constataram relação neutra (sem significância). Estes achados demonstram que não há consenso entre a relação a influência das práticas ESG no desempenho de mercado.

H₁ : As práticas de ESG tem uma relação positiva e significativa com o desempenho de mercado.

H_{1a} : As práticas sociais tem uma relação positiva e significativa com o desempenho de mercado.

H_{1b}: As práticas ambientais tem uma relação positiva e significativa com o desempenho de mercado.

H_{1c} : As práticas de governança tem uma relação positiva e significativa com o desempenho de mercado

2.3 ESG, Desempenho Mercado e Folga Financeira

A disponibilidade de recursos financeiros é um aspecto que influencia a capacidade de uma empresa investir em práticas ESG (Aguilera-Caracuel et al., 2015). Desta forma, Voss et al. (2008) complementam que quando as empresas possuem valores que podem ser alocados

para outros fins, os tomadores de decisão tendem a desenvolver ações em respaldar as demandas dos stakeholders.

Por outro lado, quando os recursos são limitados, as empresas são mais propensas a implementar estratégias conservadoras para se proteger, investindo no que consideram fundamental para sua sobrevivência (Aguilera-Caracuel et al., 2015). Além disso, outro fator relevante é o fato da folga financeira ser interessante pelo fato das organizações em muitos casos serem mais lentas para realizar atividades ESG por não avaliar essas atividades como prioritárias (Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel, 2021).

Neste sentido, a Folga Financeira (FF), sugere que mais rentabilidade pode gerar disponibilidade de recursos financeiros e conseqüentemente favorecer ações de ESG (Prudêncio et al., 2021). Para Peng e Isa (2020) a FF fornece às empresas uma maneira conveniente de se envolver em atividades ESG. O conceito de folga financeira pode ser utilizada pelos gestores da empresa, de forma a se adaptar às modificações na estratégia como uma resposta às mudanças no ambiente e enfrentar as pressões dos stakeholders para melhorar o desempenho corporativo (Rafailov, 2017).

Assim, Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) acrescentam que a presença de folga gera fundos adicionais nos quais a empresa pode investir para desenvolver iniciativas ESG eficientes que podem melhorar os benefícios derivados da visibilidade e reputação das empresas, melhorando seu desempenho. Tan et al (2017) constataram que a FF atua como um efeito moderador nas práticas ESG e no desempenho da empresa. Já Peng e Isa (2020) demonstraram que o impacto do ESG no valor da empresa não é devido à sua FF, mas sim por incorporarem a ESG nas suas atividades com ética, cuidado com o impacto ambiental e práticas responsáveis e transparentes para as empresas como vantagem competitiva e estratégia para criar novos mercados para potenciais investidores.

Conforme Lv et al. (2019), as empresas que possuem mais FF tendem a ter recursos suficientes para o enfrentamento dos choques exógenos provocados por mudanças do mercado. Seguindo esta mesma linha, Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) esclarecem que empresas com grande disponibilidade de recursos financeiros seriam capazes de investir em atividades ESG mais avançadas e sustentáveis e obter melhores desempenhos de mercado em resposta às pressões de seus diferentes stakeholders.

H₂: A Folga Financeira tem um efeito moderador na relação entre o ESG e o desempenho de mercado

H_{2a}: A Folga Financeira tem um efeito moderador na relação entre as práticas sociais e o desempenho de mercado

H_{2b}: A Folga Financeira tem um efeito moderador na relação entre as práticas ambientais e o desempenho de mercado

H_{2c}: A Folga Financeira tem um efeito moderador na relação entre as práticas de governança e o desempenho de mercado

Nesse sentido, a Figura 1 apresenta o constructo da pesquisa, detalhando a relação entre as variáveis selecionadas, bem como as hipóteses propostas.

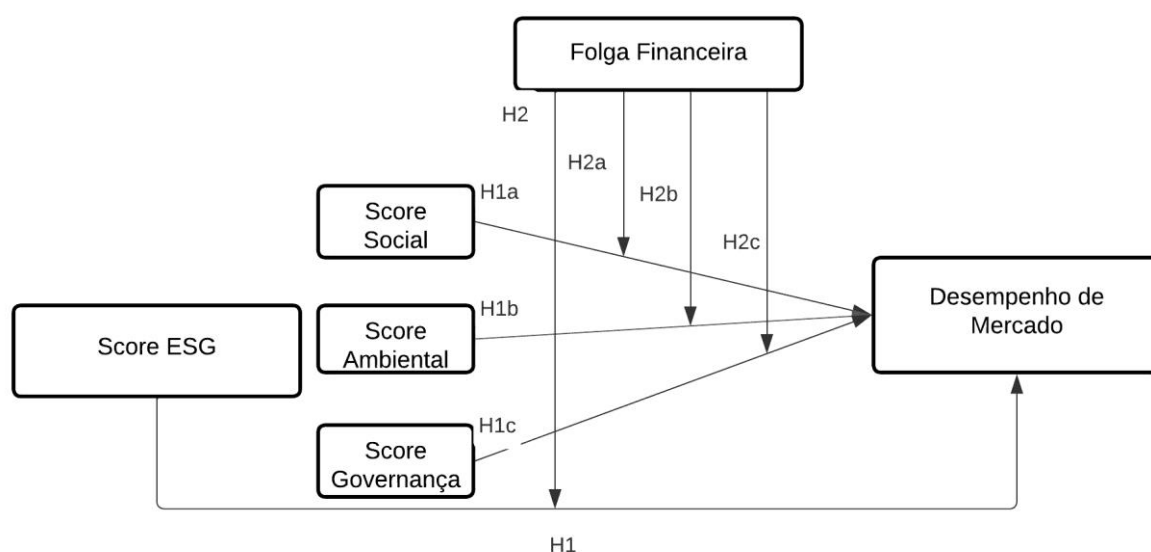


Figura 1. Modelo da pesquisa.

Baseado no constructo da pesquisa, a hipótese H₁ apresenta relação direta entre as práticas ESG e desempenho de mercado, enquanto a H₂ tem um efeito moderador nesta relação. As variáveis de controle do modelo são: tamanho da empresa, endividamento e número de conselheiros.

3 MÉTODO

3.1 Coleta de dados e amostra

A pesquisa possui abordagem quantitativa e tem como amostra inicial 16.139 ativos negociados por companhias de capital aberto listadas em bolsa de valores, dos países membros do BRICS, referentes aos exercícios de 2012-2021. Todavia, para análise dos dados foram aplicados os seguintes procedimentos: (i) exclusão de dados nulos e (ii) substituição de observações indisponíveis de ESG por zero.

Com isso, se verificou um total de 10.735 empresas (África do Sul, 222 (2,1%); Brasil, 127 (3,2%); China, 5.039 (46,8%); Índia, 3.146 (29,3%); Rússia, 1.991 (18,5%) que apresentaram o nível de ESG. A amostra da pesquisa é definida como desbalanceada, com dados referentes aos 10 anos de recorte temporal. As variáveis analisadas na pesquisa são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 – Constructo da pesquisa

Variáveis	Definição	Fórmula	Autores
Variável Dependente			
QTOBIN	Q de Tobin	$\frac{VM + D}{AT}$	Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021); Ruan e Liu (2021)
Variáveis Independentes			
ESGT	Score total de ESG utilizado para medir a responsabilidade social corporativa da empresa	<i>Refinitiv Eikon</i>	Naseem et al. (2020); Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021)
SS	Score Social utilizado para medir o pilar Social da empresa.	<i>Refinitiv Eikon</i>	Naseem et al. (2020); Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021)

SA	Score Ambiental utilizado para medir o pilar Ambiental da empresa.	<i>Refinitiv Eikon</i>	Naseem et al. (2020); Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021)
SG	Socre Governança utilizado para medir a Governança da empresa.	<i>Refinitiv Eikon</i>	Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021)
FF	Folga Financeira	<i>Ativo Circulante / Passivo Circulante</i>	Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021)
Variáveis de Controle			
TAM	Tamanho da Empresa	<i>Ln ativo total</i>	Velte (2017) Alsayegh et al (2020) Ruan e Liu (2021)
END	Endividamento	Passivo total/ Ativo total	Alsayegh et al (2020) Ruan e Liu (2021)
CON	Número de conselheiros	<i>Refinitiv Eikon</i>	Naseem et al. (2020)

Fonte: dados da pesquisa (2022)

O emprego da variável Q de Tobin para mensuração do desempenho de mercado das empresas se dá pela utilização de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) e Ruan e Liu (2021). A variável associada ao ESG foi construída com base em três pilares de governança disponibilizados na *Refinitiv Eikon*. O pilar de governança ambiental é composto por 61 indicadores referentes à utilização de recursos, emissões e inovações. O pilar de governança social é construído por 63 indicadores associados ao compromisso da empresa com o produto, comunidade, diversidade e oportunidade. O pilar de governança corporativa é dado por 54 indicadores de comprometimento a eficácia da gestão da empresa (Naseem et al., 2020; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Com isso, estimou-se os modelos de regressões apresentados na Equação 1, Equação 2, Equação 3 e Equação 4.

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SS * FF_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SA * FF_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG * FF_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGT * FF_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

Em que: *QTOBIN* se refere ao desempenho de mercado da empresa; *SS* *score* social; *SA* *score* ambiental; *SG* *score* governança; *ESGT* se refere ao total dos *scores* social, ambiental e corporativa da empresa; *FF* se refere a folga financeira; *TAM* se refere ao tamanho; *END* se refere a alavancagem financeira; *CON* se refere ao tamanho do conselho; e ε se refere ao erro do modelo de regressão.

Os testes de qualidade e ajustamento dos modelos de regressão estimados foram realizados de acordo com Fávero et al. (2014). Sendo assim, o pressuposto da normalidade foi analisado com base em Shapiro Francia, em que se verificou que todas as variáveis analisadas apresentaram o p-valor < 0,05. Portanto, se concluiu com significância estatística ao nível de 5%, na estatística do teste de Shapiro Francia, que os dados não possuem distribuição normal. Entretanto, a quantidade de observações distribuídas entre os países deve ser considerada, bem como o recorte temporal definido.

O pressuposto da multicolinearidade foi analisado com base na estatística do Fator de Inflação da Variância (VIF). Com base nos VIF's individuais analisados, verificou-se valores menores que cinco, que é o limite sugerido por Fávero et al. (2014) como indicativo de problemas de multicolinearidade. Com isso, as variáveis não apresentam problemas associados a multicolinearidade.

Com relação ao pressuposto da homoscedasticidade, foi analisado conforme a estatística do teste de Breusch-Pagan. A hipótese nula estabelece que os erros são homoscedásticos, portanto, perante os resultados verificados no teste de Breusch-Pagan (p valor < 0.01), em que com base em Fávero et al. (2014), se rejeitou a hipótese nula e, se verificou que os modelos apresentam heteroscedasticidade. Com isso, os modelos de regressão (Equação 1, Equação 2, Equação 3 e Equação 4) foram estimados pelo Método de Mínimos Quadrados Generalizados – GLS robusto.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise proposta na pesquisa, conforme detalhado na metodologia, se dá com base nos países integrantes do BRICS. Diante disso, na Tabela 2 se apresenta a regressão em painel com os efeitos entre as variáveis.

Tabela 2 - Regressão em painel com os efeitos da moderação da FF na relação SS e Desempenho de Mercado.

Var. dep.: QTOBIN	AFR	BRA	CHI	IND	RUS
C	1.38 [1.14]	289.69 [1.73]	8.73 [0.27]	18.81*** [23.83]	7.58 [1.58]
SS	0.009** [2.99]	0.162 [0.21]	0.005 [0.03]	0.007 [1.04]	0.03** [1.97]
SS * FF	0.001*** [3.79]	0.203*** [15.02]	0.173*** [351.51]	0.000*** [5.70]	0.00*** [10.27]
TAM	-0.070 [-1.13]	-14.039 [-1.69]	-0.505 [-0.31]	-1.06*** [-23.63]	-0.317 [-1.37]
END	1.32*** [7.94]	-0.151 [-0.04]	1.12*** [7.54]	1.02*** [799.94]	0.967*** [42.65]
CON	0.011 [0.61]	0.848 [0.20]	0.017 [0.03]	0.005 [0.15]	-0.13 [-0.64]
R ²	0.07	0.10	0.90	0.97	0.06
F	19.00***	48.52***	22.71***	13.42***	21.64***
Chow	6.79***	4.81***	3.83***	1.97***	4.84***
BP	1401.5***	1020.2***	62.95***	1090***	898.5***
Hausman	22.9***	44.17***	581.9***	685.4***	5.74
Efeito	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Aleatório
N	1,895	2,489	37,500	3,146	1,991

Notas: Legenda Países – AFR (África do Sul), BRA (Brasil), CHI (China), IND (Índia) e RUS (Rússia). Variáveis – SS (Score Social), FOL FIN (Folga Financeira), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***) , 5% (**) e 10% (*). F refere-se ao teste ANOVA. BP é o teste Lagrange Multiplicador de Breusch-Pagan.

Fonte: dados da pesquisa

Com relação aos coeficientes evidenciados nos modelos, demonstrou-se que as práticas sociais (SS) têm relação com desempenho de mercado, e foi estatisticamente significativa para as empresas africanas e russas (p valor < 0.05), portanto, aceita a proposição da H_{1a} , demonstrando que as empresas com processos de gestão podem determinar diretrizes para decisões de investimento no pilar social que afetam seu desempenho de mercado. Para as empresas brasileiras, chinesas e indianas não houve significância estatística, corroborando com os estudos de Han et al., (2016) e Garcia et al., (2017) em que apresentaram que o investimento no pilar social não afeta seus desempenhos financeiros/de mercados.

Nesse sentido, espera-se que as empresas tenham percepção holística dos pilares em suas decisões de investimento para fortalecer todos os fatores do ESG nas organizações para colaborar para um avanço na produtividade e na valorização de mercado (Friede, 2019). Desse modo, fortalecer o pilar social com preceitos de aumentar a heterogeneidade de gênero e raça em cargos de gestão, contribui para melhorar os fatores relacionados à sociedade podem propiciar valor para o acionista a longo prazo (Hou, 2019; Zumente & Bistrova, 2021).

Por outra perspectiva, com a moderação da FF aponta-se a relação entre SS e o desempenho de mercado estatisticamente significativa para as empresas do BRICS. Como resultado, aceita-se a proposição da H_{2a} que aponta que a presença da folga favorece o investimento em ESG, em especial o SS, melhorando o desempenho de mercado. Dessa forma, corrobora com as pesquisas de Tan et al., (2017) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), as quais evidenciam que disponibilidade de recursos financeiros majora os investimentos em ESG, auferindo melhor desempenho de mercado e acentuando a legitimidade com os diferentes *stakeholders*.

Já Peng e Isa (2020) apontam que o resultado positivo do ESG no desempenho financeiro/mercado da organização não é devido disponibilidade de recursos financeiros, mas sim pelo desempenho responsáveis e transparentes nas práticas de ESG. Para Lv et al., (2019) e Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel (2021) as folgas devem ser direcionadas em investimentos nos processos de ESG para resultarem em práticas sustentáveis e sociais que favorecem a percepção dos acionistas nas ações da empresa.

Como reforça Freeman (2008), os gestores das organizações necessitam promover diligências em ações para fortalecer desempenho social para maximizar a riqueza financeira em prol dos acionistas e das partes interessadas.

Na sequência, tem-se a Tabela 3, que apresenta os resultados do modelo com a moderação da FF na relação entre o SA e o desempenho mercado

Tabela 3 - Regressão em painel com os efeitos da moderação da FF na relação SA e Desempenho de Mercado.

Var. dep.: QTOBIN	AFR	BRA	CHI	IND	RUS
C	1.50 [1.23]	290.50 [1.74]	8.74 [0.27]	18.80*** [23.82]	7.62 [1.50]
SA	0.004 [1.51]	0.178 [0.23]	0.004 [0.04]	0.004 [0.74]	0.07** [2.16]
SA * FF	0.001*** [3.81]	0.203*** [15.02]	0.173*** [351.51]	0.000*** [5.70]	0.00*** [10.25]
TAM	-0.073 [-1.18]	-14.07 [-1.70]	-0.505 [-0.31]	-1.05*** [-23.62]	-0.320 [-1.37]
END	1.32*** [7.97]	-0.161 [-0.04]	1.12*** [7.54]	1.02*** [799.94]	0.967*** [42.56]
CON	0.027 [1.51]	0.905 [0.94]	0.018 [0.04]	0.018 [0.60]	-0.27 [-1.52]
R ²	0.08	0.10	0.90	0.97	0.06
F	17.61***	48.52***	62.09***	13.42***	21.64***
Chow	5.74***	4.81***	3.83***	1.97***	4.83***
BP	1550.96***	1020.1***	62.95***	101.8***	938.5***
Hausman	22.41***	44.12***	581.9***	685.1***	5.43
Efeito	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Aleatório
N	1,895	2,489	37,500	3,146	1,991

Notas: Legenda Países – AFR (África do Sul), BRA (Brasil), CHI (China), IND (Índia) e RUS (Rússia). Variáveis – SA (Score Ambiental), FOL FIN (Folga Financeira), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***), 5% (**) e 10% (*). F refere-se ao teste ANOVA. BP é o teste Lagrange Multiplicador de Breusch-Pagan.

Fonte: dados da pesquisa

A relação entre SA e o desempenho de mercado foi estatisticamente significativa para as empresas russas (p valor < 0.05), confirmando a proposição da H_{1b} , sendo possível abordar que SA é refletido no desempenho de mercado por meio de ações sustentáveis. Este achado corrobora com Garcia et al., (2017), em que afirmam que as práticas de gestão da sustentabilidade e a divulgação do ESG em empresas de países em desenvolvimento favorece o desempenho financeiro/mercado.

Já para empresas africanas, brasileiras, chinesas e indianas não houve significância estatística, corroborando com os estudos de Han et al., (2016). Os autores ressaltam a justificabilidade nas práticas sustentáveis para potencializar a compreensão abrangente das diferentes partes interessadas. Desse modo, os gestores necessitam abranger ações socialmente responsáveis em seu ambiente corporativo proporcionando a legitimidade e a valorização da organização na concepção dos stakeholders nas companhias que atuam em mercados emergentes (Tripathi & Kaur, 2020).

No entanto, há moderação da FF na relação entre SA e o desempenho de mercado das organizações das nações do BRICS, aceitando a H_{2b} . Desta forma, ressalta-se que a disponibilidade de recursos financeiro robustecem as práticas voltadas ao meio ambiente. Os estudos de Tan et al., (2017) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) conotam que a folga resulta no aperfeiçoamento das estratégias de sustentabilidade das organizações. Como aponta Rafailov (2017), a FF pode favorecer as empresas a adequarem as mudanças no ambiente e responderem às pressões das partes interessadas com intuito de melhorar o valor da empresa.

Destarte, os preceitos do ESG contribuem não apenas aos propósitos financeiros dos acionistas e proprietários da organização, mas beneficia uma rede ampla das partes afetadas com os investimentos de recursos financeiros em diretrizes e ações de ESG (Freeman, 1994). Desse modo, demonstra-se que a intensificação de investimentos em ESG nos propósitos da organização pode gerar benefícios aos stakeholders e efetuar melhorias em fatores relacionados à sociedade (Zumente & Bistrova, 2021). Pode ainda otimizar a reputação da organização (Cheng et al., 2014; Alsayegh et al., 2020) e tornar os colaboradores satisfeitos e comprometidos com a organização (Baron, 2008).

Em seguida, os resultados do modelo com a moderação da FF na relação entre o SG e o desempenho mercado são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 - Regressão em painel com os efeitos da moderação da FF na relação SG e Desempenho de Mercado.

Var. dep.: QTOBIN	AFR	BRA	CHI	IND	RUS
C	1.44 [1.18]	286.65 [1.72]	8.77 [0.27]	18.81*** [23.83]	7.59 [1.50]
SG	0.071* [1.81]	0.105 [0.14]	0.006 [0.03]	0.008 [1.06]	0.002 [1.01]
SG * FF	0.001*** [3.80]	0.203*** [15.02]	0.173*** [351.51]	0.000*** [5.70]	0.000*** [10.24]
TAM	-0.072 [-1.15]	-13.88 [-1.69]	-0.507 [-0.31]	-1.06*** [-23.63]	-0.318 [-1.36]
END	1.32*** [7.96]	-0.136 [-0.03]	1.12*** [7.54]	1.02*** [799.94]	0.967*** [42.55]
CON	0.018 [0.96]	1.12 [0.28]	0.011 [0.02]	0.004 [0.11]	-0.009 [-0.51]
R ²	0.08	0.10	0.90	0.97	0.06
F	17.13***	48.52***	22.71***	13.42***	21.53***
Chow	59.49***	4.81***	3.83***	1.97***	4.84***
BP	1513.0***	1021.5***	62.95***	101.8***	939.1***

Hausman	25.27***	43.87***	581.9***	685.1***	5.78
Efeito	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Aleatório
N	1,895	2,489	37,500	3,146	1,991

Notas: Legenda Países – AFR (África do Sul), BRA (Brasil), CHI (China), IND (Índia) e RUS (Rússia). Variáveis – SA (Score Governança), FOL FIN (Folga Financeira), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***), 5% (**) e 10% (*). F refere-se ao teste ANOVA. BP é o teste Lagrange Multiplicador de Breusch-Pagan.

Fonte: dados da pesquisa

A relação entre o SG e o desempenho de mercado foi estatisticamente significativa para as empresas africanas (p valor < 0.10), resultando na confirmação da H_{1c} , constatando que os aspectos da governança afetam positivamente o valor da empresa. Os achados estão em linha com de Han et al. (2016), em que a estrutura de governança corporativa consolidada reflete numa conformidade e uma legitimidade junto as parte interessadas. Nessa perspectiva, Sharma et al., (2019) acrescentam que as divulgações das práticas ESG fornecem sinais positivos sobre a reputação de uma empresa no mercado e ainda corroboram com a redução do custo de capital.

No entanto, não houve significância estatística para as empresas brasileiras, chinesas, indianas e russas, corroborando com os estudos de Garcia et al., (2017). Os achados ainda demonstram que as empresas estão adotando estruturas de análise e utilizando os preceitos de ESG, mas ainda sendo aprimorados os processos de divulgação em países emergentes. Tripathi e Kaur (2020) relatam a aplicação de políticas adequadas e homogêneas de práticas e divulgação de ESG podem fortalecer o mercado de países emergentes e atrair investimentos domésticos e internacionais para as empresas.

Essa adequação dos preceitos de ESG nas organizações geram confiança nos stakeholders para avaliar e medir o desempenho sustentável da empresa e possibilitar melhora no desempenho de mercado (Deng & Cheng, 2019). Já Freeman e McVea (2001) apontam que as organizações necessitam tomar decisões que majorem os interesses dos stakeholders nos processos de gestão estratégica da empresa.

Mediante as evidências, com a moderação da FF na relação entre SG e o desempenho de mercado das organizações das nações do BRICS, aceita-se a proposição da H_{3b} , possibilitando ressaltar que a disponibilidade de recursos financeiros favorece o aprimoramento da governança corporativa e contribui para a credibilidade da organização. Os achados de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) relatam que os gestores consideram relevante investir em práticas de governança para promover a legitimidade juntamente com as partes interessadas.

O engajamento das organizações com procedimentos de ESG elevam as preocupações com as partes interessadas, contribuindo para melhorar as práticas e ações que envolvem ESG, favorecendo o valor da empresa ao longo prazo (Qiu & Yin, 2019; Behl et al., 2022). Com isso, os gestores evidenciam os preceitos do ESG nos processos de gestão estratégica da empresa para favorecer os interesses dos stakeholders (Freeman & McVea, 2001).

Por fim, a Tabela 5 apresenta os resultados do modelo com a moderação da FF na relação entre o ESGT e o desempenho mercado.

Tabela 5 - Regressão em painel com os efeitos da moderação da FF na relação ESGT e Desempenho de Mercado.

Var. dep.: QTOBIN	AFR	BRA	CHI	IND	RUS
C	1.44 [1.18]	290.73 [1.73]	8.77 [0.27]	18.81*** [23.83]	7.61 [1.50]
ESGT	0.007* [1.81]	0.204 [0.23]	0.006 [0.03]	0.008 [1.06]	0.006** [1.91]
ESGT * FF	0.001*** [3.80]	0.203*** [15.03]	0.173*** [351.51]	0.000*** [5.70]	0.000*** [10.25]
TAM	-0.072	-14.09	-0.507	-1.06***	-0.319

	[-1.15]	[-1.70]	[-0.31]	[-23.63]	[-1.37]
END	1.32***	-0.159	1.12***	1.02***	0.967***
	[7.96]	[-0.04]	[7.54]	[799.94]	[42.53]
CON	0.018	0.734	0.011	0.004	-0.253
	[0.96]	[0.16]	[0.02]	[0.11]	[-1.44]
R ²	0.07	0.10	0.90	0.97	00.6
F	17.82***	48.52***	13.53***	12.42***	5.89***
Chow	58.13***	4.81***	3.83***	1.97***	4.83***
BP	1536.9***	1020.2***	62.95***	101.7***	938.8***
Hausman	23.56***	44.07***	581.9***	685.3***	5.70
Efeito	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Aleatório
N	1,895	2,489	37,500	3,146	1,991

Notas: Legenda Países – AFR (África do Sul), BRA (Brasil), CHI (China), IND (Índia) e RUS (Rússia). Variáveis – SA (Score Governança), FOL FIN (Folga Financeira), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***), 5% (**) e 10% (*). F refere-se ao teste ANOVA. BP é o teste Lagrange Multiplicador de Breusch-Pagan.

Fonte: dados da pesquisa

A relação ESGT e o desempenho de mercado foi estatisticamente significativa para as empresas africanas e russas (p valor < 0.05 , p valor < 0.10), resultando na confirmação da H_1 e evidenciando que o ESGT tem influência positiva no valor de mercado da empresa. Estes achados corroboram com os estudos de Deng e Xeng (2019), que apontam que a implementação de políticas de desenvolvimento de ESG colaboram para melhorar o valor de mercado e a legitimidade das empresas chinesas. Conforme Jost et al. (2021) demonstraram, as empresas promovem ações no meio ambiente e na sociedade, sendo valorizadas pelos investidores e aumentando o desempenho de mercado das organizações.

Para as empresas brasileiras, chinesas e indianas não houve significância estatística, corroborando com os estudos de Rodriguez-Fernandez (2016) que apontam há uma falta de conscientização e incentivos dos gestores para a propensão das práticas ESG para o fortalecimento das ações sociais e ambientais. Desse modo, a supervisão dos stakeholders podem resultar comprometimentos dos gestores nas ações de responsabilidade social e de governança corporativa mais ativas visando aprimorar seu desempenho de mercado (Li et al, 2021).

Verificou-se também que há moderação da FF na relação entre oESGT e desempenho de mercado das organizações das nações do BRICS, aceitando a proposição da H_3 e demonstrando que a disponibilidade de recursos financeiros gera investimentos em práticas ESG e contribui para valor da empresa. Estes resultados corroboram com os achados Tan et al (2017) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), em que evidenciam que os investimentos em ESG resultam em confiança dos investidores nas decisões implementadas pelos gestores, potencializando a criação de valor da empresa. Tripathi e Kaur (2020) consideraram que os investimentos em praticas de ESG tornam-se vantagens competitivas e estratégias para atrair investimentos domésticos e internacionais, consequentemente fortalecendo o mercado de países emergentes.

Conforme Freeman (2008), a perspectiva da teoria dos stakeholders com os preceitos de ESG possibilitam intensificar o relacionamento entre empresa-stakeholder, conseguinte proporcionando melhores resultados aos acionistas como para seus stakeholders. Desse modo, as práticas de ESG tornam-se primordiais para as empresas e para as partes interessadas, representando possíveis retornos financeiros a longo prazo e contribuindo para a reputação da organização (Cheng et al., 2014; Kushwana & Sharma, 2016; Li et al, 2021).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos pautados na relação entre as práticas ESG e o desempenho de mercado têm avançado de forma limitada no que abrange mercado de países emergente, sobretudo, nas nações que integram o BRICS. Desta forma, abordou-se essa lacuna de pesquisa ao analisar a influência da folga financeira na relação entre as práticas ESG e o desempenho de mercado das companhias listadas nas bolsas de valores do BRICS.

Os resultados evidenciados apontam que o ESGT tem uma relação positiva com o desempenho mercado das empresas africanas e russas, demonstram comprometimentos dos gestores nas ações de responsabilidade social e de governança corporativa visando propiciar melhor valor de mercado. Já as empresas dos países que integram o BRICS tem concepção pouco abrangente dos pilares do ESG refletindo de forma heterogênea no desempenho de mercado das empresas.

Os achados associados a folga financeira mostraram efeito estatisticamente positivo quando introduzido na moderação da relação entre a ESG e o desempenho de mercado. Destarte, evidenciam que as disponibilidades de recursos financeiros favorecem as empresas a adequarem e consolidarem as práticas de ESG, contribuindo para os gestores atenderem as pressões das partes interessadas com intuito melhorar o valor da empresa. Assim proporciona-se credibilidade e homogeneidade nos preceitos e ações do ESG, favorecendo o crescimento do mercado em países emergentes.

O estudo contribui de forma teórica em ressaltar as estratégias de investimento dos recursos financeiros disponíveis em robustecer as práticas ESG, propiciar melhor desempenho de mercado e fortalecendo as empresas que atuam em mercados emergentes, como nas nações do BRICS. Além disso, o estudo contribui de forma prática evidenciando aos gestores e investidores a relevância da percepção holística dos pilares em suas decisões de investimento para fortalecer todos os fatores do ESG nas organizações e na aplicação de políticas adequadas e homogêneas de divulgação de ESG para favorecer o crescimento de mercado de países emergentes.

O estudo apresenta limitação decorrente da acessibilidade de informações sobre ESG, tendo em vista que essas informações ainda são disponibilizadas de forma voluntária. Para futuras pesquisa podem abarcar outros países na amostra, bem como países da América Latina e de outros continentes para comparação, e utilizar informações de ESG derivadas de outras bases de dados secundárias e outros indicadores de mercado.

REFERÊNCIAS:

- Aguilera-Caracuel, J., Guerrero-Villegas, J., Vidal-Salazar, M. D., & Delgado-Márquez, B. L. (2015). International cultural diversification and corporate social performance in multinational enterprises: The role of slack financial resources. *Management International Review*, 55(3), 323–353. <https://doi.org/10.1007/s11575-014-0225-4>
- Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Hodayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910. <https://doi.org/10.3390/su12093910>
- Baron, D. P. (2008). Managerial contracting and corporate social responsibility. *Journal of Public Economics*, 92(1-2), 268-288. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.05.008>
- Behl, A., Kumari, P. S., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231-256.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and

- finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chen, R. C., Hung, S. W., & Lee, C. H. (2017). Does corporate value affect the relationship between Corporate Social Responsibility and stock returns? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 7(2), 188-196. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1272947>
- Deng, X., & Cheng, X. (2019). Can ESG indices improve the enterprises' stock market performance?—An empirical study from China. *Sustainability*, 11(17), 4765.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334.
- Fávero, L. P. et al. (2014). *Métodos quantitativos com Stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business ethics quarterly*, 4(4), 409-421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Freeman, R. E. (2008). Ending the so-called 'Friedman-Freeman' debate. *Business Ethics Quarterly*, 18(2).
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). *A stakeholder approach to strategic management*. The Blackwell handbook of strategic management, 189-207. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263511
- Friede, G. (2019). Why don't we see more action? A metasynthesis of the investor impediments to integrate environmental, social, and governance factors. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1260-1282. <https://doi.org/10.1002/bse.2346>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of cleaner production*, 150, 135-147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Han, J. J., Kim, H. J., & Yu, J. (2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1(1), 61-76. <https://doi.org/10.1186/s41180-016-0002-3>
- Han, W., Zhuangxiong, Y., & Jie, L. (2018). Corporate social responsibility, product market competition, and product market performance. *International Review of Economics & Finance*, 56, 75-91. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.03.019>
- Hou, T. C. T. (2019). The relationship between corporate social responsibility and sustainable financial performance: Firm-level evidence from Taiwan. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), 19–28. <https://doi.org/10.1002/csr.1647>
- Jost, J. P., Kroenke, A., & Hein, N. (2021). Relação entre desempenho sustentável e desempenho de mercado. *RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 20(2), 183-208.

- Kushwaha, G. S., & Sharma, N. K. (2016). Green initiatives: a step towards sustainable development and firm's performance in the automobile industry. *Journal of cleaner production*, 121, 116-129. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.07.072>
- Li, K., He, C., Dbouk, W., & Zhao, K. (2021). The Value of CSR in Acquisitions: Evidence from China. *Sustainability*, 13(7), 3721. <https://doi.org/10.3390/su13073721>
- Lv, W., Wei, Y., Li, X., & Lin, L. (2019). What dimension of CSR matters to organizational resilience? Evidence from China. *Sustainability*, 11(6), 1561. <https://doi.org/10.3390/su11061561>
- Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U., & Nawaz, F. (2020). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501-513. <https://doi.org/10.1002/csr.1815>
- Peng, L. S., & Isa, M. (2020). Environmental, social and governance (ESG) practices and performance in Shariah firms: agency or stakeholder theory?. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 16(1), 1-34 <https://doi.org/10.21315/aamjaf2020.16.1.1>
- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Efeito da Diversidade do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva na Responsabilidade Social Corporativa. *BBR. Brazilian Business Review*, 18, 118-139.
- Qiu, M., & Yin, H. (2019). An analysis of enterprises' financing cost with ESG performance under the background of ecological civilization construction. *J. Quant. Tech. Econ*, 36, 108123. Rafailov, D. (2017). Financial Slack and Performance of Bulgarian Firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 1-13. <https://doi.org/10.15640/jfbm.v5n2a1>
- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>
- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, social, governance activities and firm performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 767. <https://doi.org/10.3390/su13020767>
- Sharma, D., Bhattacharya, S., & Thukral, S. (2019). Resource-based view on corporate sustainable financial reporting and firm performance: Evidences from emerging Indian economy. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 13(4), 323-344.
- Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder value creation: Comparing ESG and value added in European companies. *Sustainability*, 13(3), 1392. <https://doi.org/10.3390/su13031392>
- Silva, F., & Cortez, M. C. (2016). The performance of US and European green funds in different market conditions. *Journal of Cleaner Production*, 135, 558-566. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.06.112>
- Tan, S. H., Habibullah, M. S., Tan, S. K., & Choon, S. W. (2017). The impact of the dimensions of environmental performance on firm performance in travel and tourism industry. *Journal of Environmental Management*, 1(1), 603-611. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2017.02.029>

- Tripathi, V. & Kaur, A. (2020). Socially responsible investing: performance evaluation of BRICS nations. *Journal of Advances in Management Research*, 17(4), 525-547. <https://doi.org/10.1108/JAMR-02-2020-0020>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Voss, G. B., Sirdeshmukh, D., & Voss, Z. G. (2008). The effects of slack resources and environmental threat on product exploration and exploitation. *Academy of Management Journal*, 51(1), 147–164.
- Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2), 127. <https://doi.org/10.3390/joitmc7020127>