

O EFEITO MODERADOR DO ENGAJAMENTO DOS STAKEHOLDERS NA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO ESG E VALOR DE MERCADO

ALINE CAMARGO TONIN

CENTRO DE ENSINO SUPERIOR RIOGRANDENSE - CESURG

ANA JULIA BATISTELLA BEHM

CENTRO DE ENSINO SUPERIOR RIOGRANDENSE - CESURG

ALAN BANDEIRA PINHEIRO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

Resumo

O desenvolvimento sustentável tem sido um tema presente nas empresas, uma vez que empresas que valorizam o ESG promovem um futuro mais sustentável atraindo stakeholders, consequentemente gerando valor de mercado. Dessa maneira, o presente estudo tem por objetivo analisar o efeito moderador do engajamento dos stakeholders na relação entre ESG e valor de mercado em empresas localizadas nos países do MINT. Para atingir esse objetivo, os dados foram coletados na base Refinitiv Eikon® e para a análise utilizou-se a regressão de dados em painel com efeitos fixos, a partir de um conjunto de até 558 observações. Os resultados sinalizam que o ESG aumenta o valor de mercado das empresas, bem como destaca a importância do engajamento dos stakeholders para um maior valor de mercado. Os resultados da pesquisa apresentam implicações para a Teoria dos Stakeholders, bem como para gestores, investidores e governos

Palavras Chave

Valor de mercado, Desempenho ESG, Teoria dos Stakeholders

O EFEITO MODERADOR DO ENGAJAMENTO DOS STAKEHOLDERS NA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO ESG E VALOR DE MERCADO

1 INTRODUÇÃO

As empresas com sólidos princípios de ESG tendem a ser percebidas como mais sustentáveis, éticas e responsáveis, o que pode influenciar positivamente sua reputação e relacionamento com os stakeholders. Observa-se que os indicadores ESG têm recebido mais atenção dos gestores para transmitir o foco de seus esforços em direção a um ambiente e uma sociedade mais sustentável (BIFULCO; SAVIO; TISCINI, 2023). Yu e Xiao (2022), relatam que uma empresa com um perfil ESG mais forte poderá obter um crescimento maior do que uma empresa com um perfil ESG relativamente mais fraco.

A teoria dos stakeholders afirma que as práticas ESG se comportam com base nos interesses das partes interessadas, conseqüentemente podem melhorar o desempenho empresarial e o valor da empresa (YU; XIAO, 2022), uma vez que informações com mais transparência sugerem ao mercado menor risco, dessa maneira geram maior rentabilidade dos investimentos (CAMILO DOS SANTOS; TAVARES, 2023). Attanasio, Preghenella, Toni e Battistella (2021), observaram que a relação das partes interessadas não contribui apenas para a geração de valor, mas também agregam no modelo de negócio sustentável. A relação entre o desempenho ESG e o valor da empresa pode ser influenciada pela maneira que a empresa interage com os stakeholders (WIENDELS, 2021).

Para tanto, o artigo norteia-se sobre o seguinte problema de pesquisa: *Qual é o efeito moderador do engajamento dos stakeholders na relação entre ESG e valor de mercado das empresas do MINT?* O objetivo geral visa verificar o efeito moderador do engajamento dos stakeholders na relação entre ESG e valor de mercado das empresas do MINT. Os objetivos específicos visam identificar se a performance de ESG tem um efeito positivo sobre o valor de mercado; e, se o engajamento dos stakeholders modera positivamente a relação entre ESG e valor de mercado da empresa.

O estudo se norteia de forma mais específica nas empresas localizadas em países pertencentes ao grupo MINT (México, Indonésia, Nigéria e Turquia), os quais foram agrupados com base em seus grandes mercados consumidores, crescimento populacional, recursos naturais e potencial para desenvolvimento econômico, no entanto, enfrentam desafios como desigualdade social, instabilidade política e infraestrutura subdesenvolvida apresentando uma economia em desenvolvimento. Sabe-se que países emergentes possuem sérios problemas com questões sociais como corrupção e pobreza, dessa forma busca-se discutir a necessidade de promover estratégias empresariais aliadas com as práticas ESG e os diferentes relacionamentos dos stakeholders para criação de valor nestes mercados.

O estudo pretende contribuir para a compreensão dos mecanismos pelos quais as empresas podem melhorar seu desempenho financeiro e valorização no mercado por meio da implementação eficaz de políticas de responsabilidade social e ambiental, também analisar se as empresas dos países em desenvolvimento apresentam uma relação positiva em relação a esses fatores.

2 BACKGROUND TEÓRICO E HIPÓTESES

As empresas tendem a se esforçar mais para aumentar o nível de gestão ambiental e do desempenho ESG, para que possam crescer e melhorar o seu desempenho financeiro, um exemplo, é o investimento em inovação tecnológica relacionada com o controle da poluição e a adoção de estratégias de proteção ambiental, causando a redução de poluentes produzidos pelas empresas e melhora na eficiência da produção, potencializando a competitividade dos

produtos no mercado e aumentando o valor de mercado (ZHOU; LIU; LOU, 2022). Ting, Azizan, Bhaskaran e Sukumaran (2019), observaram que empresas com uma estratégia inovadora para reduzir os custos ambientais e criar novas oportunidades de mercado através de novas tecnologias ambientais ou produtos com design ecológico apresentaram elevada valorização no valor da empresa.

A maioria dos estudos apontam uma relação positiva entre ESG e o valor de mercado devido ao alto desempenho nos pilares meio ambiente, governança e social (FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; TING; AZIZAN; BHASKARAN; SUKUMARAN, 2019; VELTE; 2017). Deng e Cheng (2019) observaram que o desempenho ESG das empresas pode melhorar consideravelmente o mercado de ações proporcionando uma relação benéfica entre valor social e desenvolvimento empresarial, ademais a capacidade operacional é uma das importantes formas de mediação pelas quais o desempenho ESG afeta o valor de mercado da empresa (ZHOU; LIU; LOU, 2022). Compreende-se que as empresas com maior eficiência operacional e rentabilidade tem mais capital para investir em ESG, melhorando a governança corporativa e diminuindo riscos, consequentemente melhorando a credibilidade, competitividade de mercado e gerando confiança dos consumidores e investidores (WU; LI; DI; LI, 2022). Diante disso, têm-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A performance ESG tem um efeito positivo sobre o valor de mercado da empresa.

O engajamento dos stakeholders é visto como a qualidade da relação entre empresas e stakeholders, o envolvimento de ambos pode ter um efeito positivo para estabelecer relacionamentos colaborativos com todas as partes interessadas (STOCKER; ARRUDA; MASCENA; BOAVENTURA, 2020). Visto que, empresas que apresentam uma boa comunicação com todos os seus stakeholders, bem como ressaltam as políticas da organização, assim como as políticas ESG, proporciona elevada confiança dos stakeholders, devido a transparência das informações e o compromisso da empresa com os seus (WIENDELS, 2021). A teoria dos stakeholders propõe adotar como meio de análise as relações entre uma empresa e seus stakeholders, visando resolver as necessidades de um amplo grupo de partes interessadas (ATTANASIO; PREGHENELLA; TONI; BATTISTELLA; 2021).

Leinonen, Heikkinen e Laude (2022), verificaram que os objetivos estratégicos de uma organização devem influenciar as partes interessadas envolvidas para melhorar a criação de valor e a reputação da empresa, uma vez que as atividades estratégicas conduzem impactos para fortalecer o desempenho da empresa. Por vezes, a implementação de estratégias de sustentabilidade é estimulada pela necessidade de responder às solicitações e expectativas dos stakeholders (BROCCARDO; MAURO, 2024). Adomako e Tran (2022), identificaram que a pressão das partes interessadas possui uma forte influência na colaboração ambiental em níveis de inovação responsável, como resultado a pressão das partes interessadas apresentam um alto desempenho empresarial.

Percebe-se que os stakeholders têm considerado cada vez mais em suas tomadas de decisões informações não financeiras, bem como os critérios ESG que podem auxiliar na criação de valor em longo prazo, pois entende-se que organizações com melhor desempenho ESG tendem a ter maior preço das ações (CAMILO DOS SANTOS; TAVARES, 2023). Portanto, a relação entre o desempenho ESG e o valor da empresa pode ser influenciada pela maneira que a empresa interage com os stakeholders (WIENDELS, 2021). Para tanto, esse estudo busca analisar por meio da sua hipótese H2, o seguinte exposto:

H2: O engajamento dos stakeholders modera positivamente a relação entre ESG e valor de mercado da empresa.

3 MÉTODOS

A amostra de empresas foi composta pelas empresas sediadas no México, Indonésia, Nigéria e Turquia, com informações retiradas da base de dados Refinitiv Eikon. O recorte temporal desta pesquisa corresponde a cinco anos, de 2017 a 2021. A amostra conta com 138 empresas, sendo que o país com a maior representação é a Turquia com 50 empresas, correspondendo a 36,23%, em seguida a Indonésia com 44 empresas, correspondendo a 31,88 % da amostra, o México com 43 empresas, correspondendo a 31,16% da amostra e a Nigéria com uma empresa, correspondendo a 0,72% da amostra.

A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis selecionadas para o estudo, sendo elas: dependente, independentes, moderadora e de controle.

Tabela 1. Descrição das variáveis analisadas

Variáveis	Descrição	Fonte
MKTVL	Valor de Mercado: mensurado pelo Q de Tobin	Refinitiv Eikon
ESG	Desempenho ESG: Essa métrica varia de 0 (menor performance ESG) a 100 (maior performance ESG). A Thomson Reuters avalia 178 indicadores segmentados em 3 pilares: ambiental, social e governança. As empresas são classificadas por porcentagens e comparadas com a pontuação da indústria que pertence.	Refinitiv Eikon
STAKENG	Engajamento dos Stakeholders: Essa métrica varia de 0 (menor engajamento com os stakeholders) a 100 (maior engajamento com os stakeholders). A variável é incluída como variável dummy, pois contribui para a interpretação do coeficiente.	Refinitiv Eikon
ROA	Retorno sobre o Ativo: Lucro Líquido/Ativo Total.	Refinitiv Eikon
TAMEMP	Tamanho da Empresa: Log natural do total de ativos.	Refinitiv Eikon
ALAVAN	Alavancagem financeira: Total de Passivos/Total de Ativos.	Refinitiv Eikon
SETOR	Setor de atividade: Se for energia, materiais e utilidades recebe 1, caso contrário 0.	Refinitiv Eikon
ECOFREE	Nível Institucional: Esta variável mede o impacto da liberdade e dos mercados abertos para cada país, variando de 67,2 (maior liberdade econômica) a 49,5 (menos liberdade econômica)	Heritage Foundation

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Como os dados coletados correspondem a cinco anos (2017-2021), foi utilizada a técnica de estimação em painel. De acordo com o propósito de Graafland (2019) a análise de dados em painel é o método mais eficaz para utilizar quando os dados possuem dimensões de corte transversal e de série temporal. A mesma unidade transversal (empresa) é estudada ao longo do tempo (anos).

4 RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta os resultados dos modelos de regressão em painel com efeitos fixos sem a presença da variável moderadora. Os achados evidenciam que o ESG tem um efeito positivo e significativo sobre o valor de mercado. Esse achado indica que empresas

comprometidas com o ESG geram maior valor de mercado para a empresa, uma vez que atividades ESG aumentam a confiança dos investidores.

Tabela 2. Regressões de painel com efeitos fixos para testar H1

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Variáveis	Valor de mercado	Valor de mercado	Valor de mercado	Valor de mercado
ESG	0.002***	0.002**	0.002*	0.003***
ROA	1.779***	1.911***	1.659***	1.335***
ALAVAN	-0.233**	-0.273*	-0.155	-0.365***
TAMEMP	0.561***	0.581***	0.540***	0.615***
SETOR	0.198	0.047	-0.019	-0.042
ECOFREE	0.040***	0.040***	0.043**	0.007
Observações	558	339	219	455
R ² within	0.4533	0.4592	0.4483	0.4164
Teste F	75,59***	46,71***	28,58***	58,81***
VIF	1.21	1.22	1.17	1.13

Nota: ***p<0.01. **p<0.05. *p<0.10.

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Em relação às variáveis de controle, os dados revelam que o retorno sobre os ativos (ROA), tamanho da empresa (TAMEMP), e a nível institucional (ECOFREE) tem um efeito positivo e significativo em relação à variável dependente em praticamente todos os modelos. Já a variável de controle alavancagem financeira (ALAVAN) apresenta um efeito negativo e significativo quanto testado o modelo 1, 2 e 4 e um efeito negativo mas sem significância no modelo 3. Por fim, a variável setor da indústria (SETOR) não teve significância sobre o valor de mercado.

Esses achados permitem identificar que a rentabilidade de uma empresa tem um efeito positivo sobre o valor de mercado. Empresas de maior porte, de modo geral, são mais atrativas para investidores já que apresentam capacidade de crescimento. Também é possível identificar, que a variável de liberdade econômica apresenta uma relação positiva ao valor de mercado, isso demonstra que as empresas sediadas em países com maior liberdade econômica apresentam um cenário favorável para a criação de valor das empresas, afinal a liberdade econômica de um país está relacionado à fontes de produtividade e renda, dentre estes, os avanços nas tecnologias, o investimento e a fundação de capital (FERRETTI; KROENKE, 2021).

A Tabela 3 apresenta os resultados dos modelos de regressão em painel com efeitos fixos com a presença da variável moderadora. Os achados mostraram que o ESG tem um efeito negativo e não significativo sobre o valor de mercado. Observa-se também que o engajamento dos stakeholders influencia negativamente o valor de mercado, no entanto quando o engajamento dos stakeholders ocorre em ambientes/empresas que apresentam iniciativas ESG, a influência passa a ser positiva sobre o valor de mercado.

Tabela 3. Regressões de painel com efeitos fixos para testar H2

	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Variáveis	Valor de mercado	de Valor de mercado	Valor de mercado	Valor de mercado

ESG	-0.002	-0.003	-0.003	-0.000
ROA	1.779***	1.951***	1.643***	1.359***
ALAVAN	-0.240**	-0.280*	-0.144	-0.377***
TAMEMP	0.545***	0.556***	0.529***	0.607***
SETOR	0.017	0.040	-0.018	-0.046
ECOFREE	0.040***	0.036***	0.047**	0.008
STAKENG	-0.228**	-0.246*	-0.277	-0.123
STAESG	0.006**	0.003**	0.006	0.004*
Observações	558	339	219	455
R ² within	0.4599	0.4679	0.4536	0.4213
Teste F	58.01***	36.05***	21.69***	40.22***
VIF	1.21	1.22	1.17	1.13

Nota: ***p<0.01. **p<0.05. *p<0.10.

Fonte: Elaborado pelos autores (2024).

Em relação à variável independente, os resultados revelam que o ESG com a presença da variável moderadora possui efeito negativo e significativo. Quando observado a relação da variável moderadora (engajamento dos stakeholders) (STAKENG) de forma isolada, a mesma apresenta uma relação negativa e significativa em quase todos os modelos. No entanto, quando a variável moderadora engajamento dos stakeholders está alinhada com as práticas ESG (STAESG), percebe-se uma relação positiva e significativa em quase todos os modelos observados. Nesse contexto, entende-se que a presença do engajamento dos stakeholders nas empresas que possuem atividades ESG ativas, conseguem moderar positivamente a relação entre ESG e valor de mercado, consequentemente melhorando o valor de mercado. Logo, empresas que não possuem práticas ESG, o engajamento dos stakeholders influencia de forma inversa ao valor de mercado.

5 CONCLUSÃO

A luz da Teoria dos Stakeholders, essa pesquisa teve por objetivo analisar o efeito moderador do engajamento dos stakeholders na relação entre ESG e valor de mercado em empresas localizadas nos países do MINT. Para atingir esse objetivo, os dados foram coletados na base Refinitiv Eikon® e para a análise utilizou-se a regressão de dados em painel com efeitos fixos.

Após a análise dos dados, as descobertas permitiram concluir que o valor do mercado é influenciado pelo desempenho ESG. Sendo assim, empresas que desejam ter maior valor de mercado devem investir em práticas ambientais, sociais e de governança. Os resultados também confirmam que o engajamento dos stakeholders moderado a relação entre desempenho ESG e valor de mercado. Em outras palavras, quando uma empresa que pratica ESG tem engajamento com seus stakeholders, seu valor de mercado é ainda maior. Esses achados têm importantes contribuições teóricas e práticas.

Em termos teóricos, esse estudo confirma a Teoria dos Stakeholders ao indicar que as relações entre empresa e stakeholders são importantes para o desempenho financeiro da empresa. Nessa perspectiva, as empresas são organismos abertos e que devem entender as necessidades dos seus investidores e demais stakeholders, a fim de obter ganhos financeiros superiores. Portanto, uma empresa cria valor para seus investidores ao olhar também para as

necessidades dos diferentes stakeholders internos e externos, como ONGs, trabalhadores, clientes, fornecedores, mídia, governo, entre outros.

Estudos futuros devem tentar endereçar as lacunas que este estudo não conseguiu fechar. Por exemplo, a introdução de novas variáveis para representar o ambiente institucional ou a utilização de proxies alternativas para o valor de mercado são bem-vindos. Pesquisas futuras também deverão analisar diferentes países ou grupos de países, como BRICS, G20, G7, para comparar os resultados com este presente estudo.

REFERÊNCIAS

BIFULCO, Giuseppe Maria et al. The CSR committee as moderator for the ESG score and market value. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 30, n. 6, p. 3231-3241, 2023.

CAMILO DOS SANTOS, Geovane; TAVARES, Marcelo. What is the role of ESG in value relevance? A comparison of the evidence in Latin America before and during the pandemic of COVID-19. **Advances in Scientific & Applied Accounting**, v. 16, n. 2, 2023.

FÁVERO, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, 10(1), 131–156.

FERRETTI, Paula Carolina; KROENKE, Adriana. Liberdade econômica e inovação nacional: evidências para insumo e produção de inovação diante do desenvolvimento dos países. **Economia e Sociedade**, v. 30, n. 3, p. 927-950, 2021.

FREEMAN, R. Edward; REED, David L. Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. **California Management Review**, v. 25, n. 3, p. 88-106, 1983.

GÓES, Helna Almeida De Araujo; REIS, Germano Glufke; ABIB, Gustavo. When stakeholder theory meets justification theory: an intersection proposal. **Cadernos EBAPE. BR**, v. 19, n. 4, p. 901-917, 2021.

NAEEM, Nasruzzaman; ÇANKAYA, Serkan. The impact of ESG performance over financial performance: A study on global energy and power generation companies. **International Journal of Commerce and Finance**, v. 8, n. 1, p. 1-25, 2022.

STOCKER, Fabricio et al. Stakeholder engagement in sustainability reporting: A classification model. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 5, p. 2071-2080, 2020.

TING, Irene Wei Kiong et al. Corporate social performance and firm performance: Comparative study among developed and emerging market firms. **Sustainability**, v. 12, n. 1, p. 26, 2019.

VELTE, Patrick. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. **Journal of Global Responsibility**, v. 8, n. 2, p. 169-178, 2017.

YU, Xiaoling; XIAO, Kaitian. Does ESG performance affect company value? Evidence for a new ESG scoring approach for Chinese companies. **Sustainability**, v. 14, n. 24, p. 16940, 2022.

WIENDELS, Thomas. The relationship of ESG controversies performance and firm value. The moderating influence of stakeholder engagement and stakeholder orientation. **Tese de doutorado**. 2021.

ZHOU, Guangyou; LIU, Lian; LUO, Sumei. Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. **Business Strategy and the Environment**, v. 31, n. 7, p. 3371-3387, 2022.