

IMPACTO DE PRÁTICAS ESG NO CUSTO DA DÍVIDA: EVIDÊNCIAS ENTRE CORPORAÇÕES NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS

Palavras-Chave: ESG, custo de capital de terceiros, corporações não financeiras

Aluna: Giuliana de Souza Folego

Orientador: Rodrigo Lanna Franco da Silveira

INTRODUÇÃO:

No cenário empresarial contemporâneo, a adoção do conceito de Environmental, Social and Governance (ESG) vem ganhando cada vez mais espaço e importância, traçando um novo contorno para as relações e os compromissos empresariais (LOURENÇO, 2022). O surgimento dos critérios ESG data de 2004, a partir de uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, intitulada “Who Cares Wins”. Nessa publicação, estabeleceu-se a tentativa de aproximar as grandes corporações às questões sociais, de governança e relacionadas ao meio ambiente, de forma a evidenciar que a aplicação de práticas ESG indica maior solidez, resiliência para lidar com incertezas e vulnerabilidades e melhor reputação com os *stakeholders* (Pacto Global, s.d.). Diante disso, a integração ESG, conceito apresentado pelos Princípios das Nações Unidas para Investimentos Responsáveis, demonstra a importância da incorporação explícita e sistemática de questões ESG nas análises de riscos e decisões de investimento (UNPRI, 2019).

De acordo com Assaf (2012), a análise de risco engloba a consideração de diversos critérios. Uma abordagem tradicional da análise de crédito é baseada no estudo de cinco fatores, conhecidos como os cinco Cs do crédito, que são: caráter, capacidade, capital, garantias (collateral) e condições. Os modelos de classificação de risco de crédito geralmente apresentam uma abordagem que combina aspectos quantitativos, que envolve uma série de informações extraídas das demonstrações financeiras, e aspectos qualitativos, englobando fatores como confiabilidade e histórico creditício da empresa, capacidade de gestão dos empresários, qualidade dos controles internos, além de políticas internas atreladas à responsabilidade ambiental e social.

Neste contexto, o presente estudo tem o objetivo de investigar se o comprometimento com a Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC), medido através da adesão à carteira ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), exerce efeito negativo sobre o custo da dívida. Dessa forma, o trabalho pretende realizar um estudo comparativo entre empresas não financeiras de

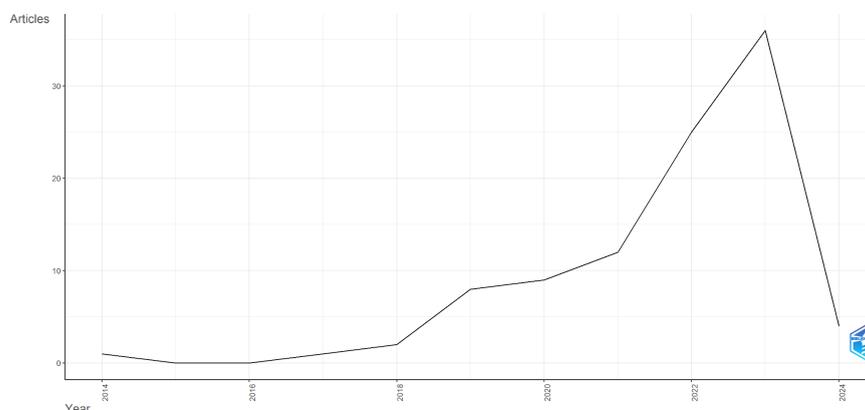
capital aberto com selo ESG listadas no ISE e empresas que não obtêm essa classificação na B3, no período de 2010 a 2023.

REVISÃO DE LITERATURA:

Com o intuito de realizar um levantamento dos artigos do tema da pesquisa, a presente análise foi segmentada em quatro etapas. Inicialmente, procedeu-se à seleção de palavras-chave, as quais consistiram em: "ESG" e "*cost of debt*". Em um segundo momento, efetuou-se a coleta de dados a partir das plataformas *Web of Science* e *Scopus*, considerando o intervalo temporal de 2004 a 2023. Posteriormente, por meio da utilização do software *RStudio* e do pacote *Bibliometrix*, realizou-se a fusão das duas bases de dados e a remoção de artigos duplicados.

Obteve-se um total de 98 artigos científicos publicados em 66 fontes distintas por 260 autores. Cada documento apresentou citação média de 17,86, totalizando 4.638 referências. Apesar da busca ter sido realizada no intervalo temporal de 2004 a 2023, as publicações se concentram entre 2014 e 2023. Adicionalmente, a amostra revela a tendência de crescimento anual no ritmo de publicações de 14,87% sobre o tema abordado, que obteve seu auge em 2023 com 36 artigos publicados – Figura 1.

Figura 1. Evolução dos artigos publicados entre 2014 e 2023 nas bases de dados da *Web of Science* e *Scopus*.



Fonte: elaborado pelo autor via *software* via *R Studio* Bibliometrix

Focando nos artigos de maior impacto, observa-se que o trabalho de Tang et al. (2018) obteve o maior volume de citações. Os autores conduziram um estudo no qual examinaram os retornos de anúncios e os efeitos reais da emissão de títulos verdes por empresas em 28 países no período de 2007 a 2017. Verificou-se que os preços das ações dos emissores responderam positivamente aos anúncios de emissão de títulos verdes. Além disso, os retornos de anúncios foram maiores para emissores de primeira viagem em comparação com emissores recorrentes. A análise de Azmi et al. (2021), por sua vez, investigou se a atividade ESG dos bancos em mercados emergentes afeta o valor bancário. Os autores identificaram

uma relação não linear entre a atividade ESG e o valor bancário. Em níveis baixos de atividade ESG, observou-se um impacto positivo no valor bancário, entretanto, níveis mais elevados de atividade ESG exibem retornos decrescentes à escala.

Em relação ao impacto das práticas ESG sobre o custo da dívida, o estudo de Eliwa et al. (2019) avaliou se as instituições financeiras recompensam empresas por seu desempenho e divulgação ambiental, social e de governança (ESG). O estudo diferencia entre ESG performance (desempenho ESG), indicando um compromisso eficaz com estratégias ESG, e ESG disclosure (divulgação ESG), representando um esforço para construir uma imagem de comprometimento projetada para influenciar positivamente as percepções das partes interessadas. Em consonância com uma versão da teoria da legitimidade, os autores constataam que as instituições financeiras valorizam tanto o desempenho quanto a divulgação ESG, integrando informações ESG em suas decisões de crédito, de forma a verificar que empresas com desempenho ESG mais forte apresentam um menor custo de dívida. Entretanto, os resultados sugerem que a divulgação ESG tem um impacto igual no custo da dívida em comparação com o desempenho ESG. Nesse sentido, as descobertas indicam uma falha do mercado em distinguir entre desempenho e divulgação ESG, o que pode ser contrastado como o mais substancial e o mais simbólico, respectivamente. Em complemento, Raimo et al. (2021) observam um efeito negativo significativo da divulgação ESG no custo do financiamento da dívida. Especificamente, as conclusões indicam que empresas que adotam maiores níveis de transparência na divulgação de informações ESG tendem a beneficiar-se do acesso a recursos financeiros de terceiros em condições mais favoráveis.

Já Hamrouni et al. (2019) analisaram a relação entre a divulgação de Responsabilidade Social Corporativa (CSR) e o acesso ao financiamento por dívida. Os resultados revelam uma associação positiva entre as pontuações de divulgação de CSR e o financiamento por dívida. Notavelmente, a pontuação de divulgação de governança demonstra um coeficiente estatisticamente significativo apenas para a dívida de longo prazo, indicando que os dados de governança são particularmente atrativos para os provedores de crédito a longo prazo. Além disso, os autores destacam a relevância das informações sociais para os credores, sugerindo que a divulgação social desempenha um papel significativo na redução da assimetria de informação e na atração de credores.

METODOLOGIA:

A metodologia deste estudo percorrerá duas etapas. Em primeiro lugar, será realizada uma análise das estatísticas descritivas do custo de capital de terceiros das companhias, avaliando-o entre os diferentes setores e anos.

Na sequência, com objetivo de verificar o impacto da adoção de práticas de ESG sobre o custo de capital de terceiros das companhias (K_d), um modelo econométrico com dados em painel será estimado – equação (1).

$$Kd_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 LUCR_{it} + \beta_3 VOLAT_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 ISE + \beta_6 \sum_{i=1}^{T-1} ANO_t + a_i + \mu_{it} \quad (1)$$

Em que i se refere às empresas da amostra e t indica o ano. O coeficiente α representa o intercepto. Já o termo de erro do modelo é formado por a_i , a heterogeneidade individual não observada e fixa no tempo das companhias da amostra, e um elemento não sistemático, μ_{it} .

O Quadro 1 apresenta as variáveis de controle que serão consideradas no modelo, apresentando também a relação esperada em relação ao custo da dívida. Quatro variáveis foram selecionadas: a) tamanho da empresa (*TAM*), mensurado pelo logaritmo das vendas; b) lucratividade (*LUCR*), calculada pela margem operacional; c) volatilidade dos resultados (*VOLAT*); d) endividamento (*ENDIV*). Além disso, serão incluídas variáveis *dummies* para cada ano, sendo valor igual a um no t -ésimo ano e zero nos demais.

Quadro 1 – Resumo das variáveis explicativas

Variável	Sigla	Fórmula	Relação esperada
Tamanho	<i>TAM</i>	$\ln(Vendas)$	Negativa
Lucratividade	<i>LUCR</i>	$\frac{Lucro\ Operacional}{Receita\ Líquida}$	Negativa
Volatilidade	<i>VOLAT</i>	$DesvPad\left(\frac{Lucro\ Operacional}{Ativo\ Total}\right)$	Positiva
Endividamento	<i>ENDIV</i>	$\frac{Dívida}{Ativo}$	Positiva

Fonte: Elaboração própria.

Espera-se que empresas maiores, ao apresentarem maior diversificação e melhor reputação, tendem a obter empréstimos com menores custos. Além disso, corporações com maior lucratividade em seu negócio e menor endividamento conferem menor risco de inadimplência ao credor, o que se traduz em menores taxas de juros da dívida (FONSECA & SILVEIRA, 2016).

Quanto à variável de interesse, esta se refere à variável *dummy ISE*, a qual assume valor igual a um a partir do ano em que a empresa ingressou no Índice de Sustentabilidade Empresarial e zero caso contrário. Espera-se que empresas que estejam no ISE possuam melhores *ratings* e, consequentemente, um menor custo de capital de terceiros.

Vale, por fim, observar que a pesquisa utilizará como amostra as empresas de capital aberto que tiveram ações negociadas na B3 entre 2010 e 2023. Os dados econômico-financeiros de tais

companhias serão obtidos no software Economatica. Já o custo da dívida das empresas será acessado nas notas explicativas das empresas.

RESULTADOS E DISCUSSÃO:

A partir da base de dados (já construída), modelos econométricos estão sendo estimados. Vale observar que tais estimações já foram iniciadas, sendo previsto o término na semana entre 15 e 23 de agosto.

BIBLIOGRAFIA

- ASSAF, A. *Finanças Corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2012
- AZMI, W., HASSAN, M. K., HOUSTON, R., & KARIM, M. S. ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277, 2021.
- FONSECA, C. V. C., SILVEIRA, R. L. F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *Read. Revista Eletrônica De Administração*, v. 22, n. 1, p. 106–133, 2016.
- HAMROUNI, A., BOUSSADA, R., BEN FARHAT TOUMI, N. Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 20 No. 4, pp. 394-415, 2019.
- LOURENÇO, D. N. Capitalismo de stakeholder e ESG: uma solução ou um obstáculo ao desenvolvimento. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) - Universidade Presbiteriana Mackenzie.
- PACTO GLOBAL. ESG. S.d. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>. Acesso em: 14/08/2024.
- RAIMO, N., CARAGNANO, A., ZITO, M., VITOLLA, F., & MARIANI, M. Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412-1421, 2021.
- UNPRI. What is ESG integration?, 2019. Disponível em: <https://www.unpri.org/investment-tools/what-is-esg-integration/3052.article>. Acesso em: Março de 2023.
- TANG, D., Zhang, Y. *Do shareholders benefit from green bonds?*, 2018. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 61.
- ELIWA, Y., ABOUD, A., SALEH, A. *ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries*. 2019. *Critical Perspectives on Accounting*. Vol. 79.