

# Qual o papel do ESG no value relevance? Um comparativo das evidências na América Latina antes e durante a pandemia da COVID-19

Geovane Camilo dos Santos , Marcelo Tavares 

Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, Brasil.



<sup>1</sup>geovane\_camilo@yahoo.com.br

<sup>2</sup>mtavares@ufu.br

## Editado por:

Diane Rossi Maximiano Reina

## Resumo

**Objetivo:** analisar o value relevance e o desempenho environmental, social and corporate governance (ESG) comparando o período antes e durante a pandemia.

**Método:** a amostra é composta por 1.937 observações de seis países da América Latina no período 2010-2021. Os dados foram coletados na Refinitiv Eikon® e tratados mediante painel de dados Ordinary Least Squares (OLS) e Generalized Method of Moments (GMM).

**Resultados:** evidenciam que a variável ESG apresentou relação significativa e negativa com o preço das ações para a análise geral (2010-2021) no modelo OLS, enquanto no modelo GMM a relação foi positiva. No OLS tanto antes quanto durante a pandemia não houve relação significativa, enquanto no GMM, a relação é negativa antes e positiva durante a pandemia. Os resultados no modelo GMM (referência nesta pesquisa pelo controle da endogeneidade) permitem concluir que os investidores das empresas da América Latina estão considerando as informações de desempenho ESG, principalmente durante a pandemia, como um fator preponderante para suas tomadas de decisões, conforme Teoria dos Stakeholders.

**Contribuição:** pode contribuir com investidores ao indicar que o desempenho ESG na América Latina é relevante, pois pode afetar positivamente o preço das ações. Os gestores também têm indícios de que o maior desempenho no ESG pode criar valor para a organização. Com isso, os investidores e gestores têm um indicativo de que quanto maior o desempenho ESG, maior tende a ser o preço da ação. O estudo também pode contribuir com os pesquisadores evidenciando que é preciso considerar problemas de endogeneidade nos modelos de value relevance.

**Palavras-chave:** Environmental, social and corporate governance, value relevance; responsabilidade social corporativa.

## Como Citar:

Santos, G. C. dos, & Tavares, M. (2023). Qual o papel do ESG no value relevance?: evidências na América Latina no período da pandemia. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 157–169/170. <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160206>

Submetido em: 28 de Fevereiro de 2023  
Revisões Requeridas em: 5 de Março de 2023  
Aceito em: 18 de Julho de 2023

## Introdução

O ESG é o acrônimo de *environmental*, *social* and *corporate*, sendo uma métrica de desempenho das companhias. Ele foi desenvolvido em um relatório no ano de 2004 por 20 instituições financeiras e citado pela primeira vez nos Princípios de Investimento Responsável das Nações Unidas (PIRNU) (Gillan et al., 2021; United Nations Environment Programme Finance Initiative, 2005). O ESG se refere à como as empresas e investidores integram preocupações ambientais, sociais e de governança em seus negócios (Gillan et al., 2021). É considerado uma métrica não financeira que pode ser utilizada pelos stakeholders para avaliar uma organização e decidir sobre alocar seu capital nela, considerando os riscos envolvidos (Broadstock et al., 2021).

As Nações Unidas recomendam que os investidores considerem o desempenho ESG em suas tomadas de decisões (United Nations Environment Programme Finance Initiative, 2005). Essa recomendação está ancorada no pressuposto de que as entidades ao adotarem práticas ESG contribuem com a sociedade, fazendo com que os *Stakeholders* percebam tais práticas e recompensem as empresas no longo prazo, mediante a criação de valor (Miralles-Quiros et al., 2017).

Durante a pandemia, as empresas com melhor desempenho ESG foram apontadas como as responsáveis pelos melhores desempenhos no mercado de capital (Albuquerque et al., 2020; Broadstock et al., 2021; Ding et al., 2021). A perspectiva por trás dessa contribuição do ESG reside na crença de que as atividades ESG podem auxiliar na construção de um capital social e desenvolvimento de confiança na empresa, o que pode motivar os stakeholders a permanecerem fiéis à entidade (Broadstock et al., 2021).

O desempenho ESG pode ser usado como fonte de informações pelos usuários para as tomadas de decisões, tendo em vista que um melhor desempenho ESG pode indicar que a empresa tem maior preocupação com a transparência (Li et al., 2018). Assim, essa métrica pode ser relacionada com o preço das ações, uma vez que mais informações sobre transparência sugere ao mercado menor risco. Portanto, espera-se que as empresas com maior ESG apresentem maior preço das ações (*value relevance*) (Chan et al., 2022; Fazzini & Dal Maso, 2016; Miralles-Quirós et al., 2018, 2019; Zuraida et al., 2018).

Estudos anteriores investigaram a relação entre o ESG e o preço da ação no mercado de capital italiano (Fazzini & Dal Maso, 2016), em 38 países (Zuraida et al., 2018), no mercado brasileiro (Miralles-Quirós et al., 2018), em bancos comerciais de 20 países (Miralles-Quirós et al., 2019), em entidades chinesas (Chan et al., 2022) e em empresas japonesas e malaias (E-Vahdati et al., 2023).

Percebe-se que os estudos não focaram na relação do ESG e *value relevance* comparando períodos com e sem a pandemia. A análise comparativa entre os períodos é uma lacuna a ser explorada, uma vez que os estudos anteriores analisaram períodos antes da pandemia. A relevância do estudo comparativo se baseia na premissa de que estudos de eventos evidenciaram retornos anormais superiores em empresas com melhor desempenho ESG após o início da pandemia (Ding et al., 2021). Logo, a análise comparativa permite identificar se o desempenho ESG foi relevante para explicar o preço da ação tanto antes (corroborando com estudos anteriores) quanto durante a pandemia, sendo um indicativo de que tais práticas são significativas para os investidores tomarem suas decisões de alocação de capital.

Nesse sentido, o objetivo desta pesquisa é analisar o *value relevance* do desempenho ESG comparando o período antes e durante a pandemia. A amostra é composta por 1.937 observações de 6 países da América Latina no período 2010-2021 com dados coletados na Refinitiv Eikon®. Os dados foram winsorizados a 95% e tratados mediante painel de dados OLS e GMM. O *value relevance* foi medido pelo modelo de Ohlson (1995). Os resultados mostram que o ESG apresenta relação negativa para o período completo no OLS e positiva no GMM. No modelo OLS, não há relação significativa antes e durante a pandemia, enquanto no GMM é negativo e positivo, respectivamente para antes e durante a pandemia.

O estudo pode contribuir de forma empírica com investidores sugerindo se o desempenho ESG afeta positivamente o preço das ações. Isso porque, conforme as recomendações das Nações Unidas nos PIRNU, os investidores são incentivados a considerarem os aspectos ESG em suas tomadas de decisões sobre alocação de capital (United Nations Environment Programme Finance Initiative, 2005). A pesquisa também poderá contribuir com gestores ao evidenciar se a adoção e divulgação de desempenho ESG aumentam o preço das ações, situação que pode contribuir para a criação de valor em longo prazo para a empresa. O estudo ainda pode contribuir com pesquisadores evidenciando a necessidade de considerar a endogeneidade em suas pesquisas.

## 2 Revisão de Literatura e formulação das hipóteses de pesquisas

Freeman (1984, p. 59) menciona que *stakeholders* representam: “qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa”. Nesse sentido, a Teoria dos *Stakeholders* considera que o compromisso da empresa é gerar valor para os seus

usuários. Logo, esta teoria sustenta que o valor é criado para a empresa quando ela gera valor para os diversos *stakeholders* (Parmar et al., 2010).

Nesse sentido, quando a organização desenvolve os aspectos econômicos, éticos e legais (Carroll, 1979), ela evidencia que está comprometida com a sustentabilidade corporativa e na criação de valor em longo prazo (Meek et al., 1995). Portanto, o investimento em ESG é uma das formas de atender às demandas dos *stakeholders* gerando valor em longo prazo (Zuraida et al., 2018).

Os investidores têm considerado o ESG em suas tomadas de decisões. Em contexto global, em 2019, as carteiras com foco em ESG captaram mais de 30 trilhões de dólares nos principais mercados mundiais (Broadstock et al., 2021). Além disso, mais de 3.000 investidores institucionais e profissionais aderiram aos PIRNU, sendo que os ativos desses investidores passaram de 6,5 trilhões de dólares em 2006 para mais de 86 trilhões em 2019 (Gillan et al., 2021). Na América Latina houve crescimento de 14,8% na consideração ESG como fator de investimento pelos investidores (Trent, 2019).

Estudos internacionais evidenciam que entidades com melhores desempenho ESG apresentam maior retorno anormal (Albuquerque et al., 2020); menor volatilidade (Albuquerque et al., 2020; Broadstock et al., 2021); menores reduções nos preços das ações (Ding et al., 2021) e maior atração de investidores (Broadstock et al., 2021). Com isso, investidores podem optar por empresas com ESG, dado que além de possuir participação em empresas que estão comprometidas com o meio ambiente, com a sociedade e com práticas de governanças corporativas, ainda geram maior rentabilidade dos investimentos.

Ao analisar o preço das ações, um ponto importante a se observar é o *value relevance*, que pode ser entendido como a utilidade da informação contábil para o usuário precificar os ativos (Francis & Schipper, 1999). O modelo teórico foi proposto em 1995 por Ohlson (1995). Esse modelo foi testado por Collins et al. (1997), sendo considerado o principal para este tipo de pesquisa. Collins et al. (1997) definem que o valor de uma empresa é expresso em função dos lucros e do patrimônio líquido. Os autores destacam que o patrimônio líquido tem maior relevância que o lucro líquido para a previsão dos resultados futuros, em decorrência de aumento na frequência e magnitude de itens extraordinários, alteração do tamanho da empresa, e aumento crescente de resultados negativos (Collins et al., 1997).

Holthausen e Watts (2001) classificam os estudos sobre *value relevance* em três categorias: i) estudos de associação relativa ii) associação incremental; e iii) estudos de conteúdo informacional. Nesta pesquisa é adotado o estudo de associação incremental, o qual analisa se determinada informação contábil de interesse

explica o valor ou retornos (janelas longas) considerando a inclusão de outras variáveis especificadas. A relevância ocorre se houver diferença estatisticamente significativa (Holthausen & Watts, 2001).

O desempenho ESG é um facilitador para captação de recursos com menores custos, valorização da reputação, redução dos custos regulatórios, relações mais estáveis com a sociedade, retenção de bons funcionários, receitas mais consistentes (Brammer & Millington, 2008; Miralles-Quiros et al., 2017). Nesse sentido, a discussão do *value relevance* do ESG está pautada na discussão de que as empresas são incentivadas a adotarem tais práticas como forma de reduzir o risco das informações e aumentar o preço das ações (Gómez-Bezares et al., 2016) criando valor em longo prazo (Miralles-Quiros et al., 2017).

Os investidores que são orientados para os aspectos ESG têm um diferencial que é a consideração dos critérios financeiros e não financeiros em suas decisões de investimento (Gómez-Bezares et al., 2016). Isso aumenta a sua utilidade em comparação aos investidores apenas financeiros, uma vez que consideram diferentes fatores em suas tomadas de decisões (Gómez-Bezares et al., 2016). Nesse sentido, esses investidores podem obter ganhos superiores em longo prazo, tornando-se um diferencial para alocação de capital nas organizações (Gómez-Bezares et al., 2016). Portanto, quanto melhor o desempenho ESG de uma entidade, maior tende a ser o preço da ação, uma vez que a empresa sugere maior credibilidade e confiança aos *stakeholders* (Miralles-Quiros et al., 2017), o que, em geral, a valoriza no mercado de ações (Miralles-Quirós et al., 2018).

Fazzini e Dal Maso (2016) investigaram o *value relevance* do ESG das empresas italianas no período 2008-2013. Eles encontraram que a divulgação ambiental voluntária está positivamente relacionada com o valor de mercado das empresas. A discussão deles foi pautada em dois pontos: i) presença de investidores éticos incentivam as empresas a divulgarem informações ambientais e ii) a crescente importância das questões ambientais nas tomadas de decisões econômicas dos investidores.

Zuraida et al. (2018) analisaram a relação entre os fatores ESG e o preço das ações no período 2008-2012 em 38 países. Os resultados evidenciam relação significativa e positiva do ESG e componentes com o preço das ações. A discussão pautou-se no argumento de que as informações financeiras tradicionais têm utilidade limitada para os investidores, uma vez que elas não são suficientes para avaliar a capacidade da empresa em gerar lucros futuros, necessitando a análise de informações não financeiras.

Miralles-Quirós et al. (2018) investigaram se o desempenho ESG influencia significativamente o valor das ações de empresas brasileiras no período 2010-2015. Os

resultados sugerem que o ESG aumenta o preço da ação, porém, o mercado não valoriza todos os componentes do ESG, pois houve relação nos componentes ambientais das empresas não ambientalmente sensíveis e dos aspectos sociais e governança corporativa para as empresas sensíveis. Os autores se baseiam na Teoria de Aumento de Valor, que tem como premissa que, ao integrar atividades socialmente responsáveis nas estratégias, a organização cria valor em longo prazo para os acionistas, o que também pode criar valor para a organização.

Miralles-Quirós et al. (2019) examinaram se o desempenho ESG dos bancos comerciais tem influência significativa no preço das ações no período 2002-2015 em 20 países. Os resultados revelam que os investidores valorizam os três pilares ESG de maneira diferente, no qual o desempenho ambiental e de governança corporativa apresentaram relação positiva e o social, negativa. Eles embasam a discussão no contexto do aumento das atividades de responsabilidade social dos bancos após a crise financeira global, com o propósito de reforçar a credibilidade e a confiança dos *stakeholders*.

Chan et al. (2022) estudaram a relação entre o desempenho ESG e a relevância da informação contábil em 6.486 observações de empresas chinesas não financeiras no período 2011-2020, não sendo incluída análise/controle da pandemia. Os resultados mostraram que o desempenho ESG reduz significativamente o preço das ações. A discussão foi centrada na importância da China como uma das maiores economias do mundo e na necessidade de identificar se o desempenho ESG cria valor em longo prazo para os acionistas.

E-Vahdati et al. (2023) examinaram o impacto das práticas ESG e seus três pilares no preço das ações em empresas do Japão e Malásia no período 2015-2019 e o papel moderador entre premiação da empresa em práticas de RSC e ESG. O estudo também analisou o papel moderador da ocupação anterior do atual presidente como CEO. Os resultados mostraram que o desempenho ESG tem um efeito positivo no preço da ação nos dois países, sendo mais relevante na Malásia. Em relação aos pilares ESG, o ambiental foi significativo apenas na Malásia, enquanto o social foi significativo em ambos os países e a governança corporativa apenas no Japão. Os autores também descobriram que a premiação de RSC modera a avaliação de mercado do ESG apenas na Malásia, e que a ocupação anterior do atual presidente como CEO modera a relevância do valor do ESG no Japão, apoiados nas Teorias da Sinalização e Sinergia Positiva, respectivamente.

Considerando os estudos retrocitados sobre o *value relevance* do ESG e a Teoria dos *Stakeholders* de que os gestores divulgam informações com o propósito de gerar valor em longo prazo, formula-se a primeira hipótese.

H<sub>1</sub>: As empresas com melhor desempenho ESG apresentam maior preço das ações.

Os estudos revelaram que houve uma associação positiva entre o ESG e pandemia, sugerindo que durante períodos de crise, as empresas que desempenham comportamentos mais ético são mais aceitas pela sociedade, pois representam menor risco para os usuários (Al Amosh & Khatib, 2023). Além disso, nesse período, houve retornos anormais maiores para as empresas com melhor desempenho ESG (Albuquerque et al., 2020), bem como foram menos afetadas pela Covid-19 (Albuquerque et al., 2020; Broadstock et al., 2021). Esses resultados reforçam a perspectiva de criação de valor em longo prazo, indicando menores riscos para os investidores alocarem seu capital (Broadstock et al., 2021; Gómez-Bezares et al., 2016). Nesse sentido, formula-se a segunda hipótese.

H<sub>2</sub>: As empresas com melhor desempenho ESG durante o período da pandemia apresentaram maior preço das ações.

Após a apresentação da revisão da literatura e a construção das hipóteses, o próximo tópico apresenta os aspectos metodológicos do estudo.

## 3 Procedimentos Metodológicos

### 3.1 Coleta dos dados

A coleta dos dados ocorreu na Plataforma Refinitiv Eikon®. A amostra inicial foi composta por 11.916 observações de 13 países da América Latina no período de 2010 a 2021. Os dados foram coletados em dólares (US\$) para efeito de comparação dos valores entre os diferentes países. A amostra final ficou com 1.937 observações e 291 empresas, conforme detalhado na Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa por país (2010-2021)

	Amostra inicial	País não ESG	Dados faltantes	Amostra final
Argentina	876	-	739	137
Brasil	4.308	-	3.440	868
Chile	2.088	-	1.782	306
Colômbia	516	-	386	130
Equador	84	84	84	0
Jamaica	624	624	624	0
México	1.668	-	1.265	403
Panamá	12	12	12	0
Peru	1.188	-	1.095	93
Santa Lucia	12	12	12	0
Trinidade e Tobago	216	216	216	0
Ilhas Turcas e Caicos	12	12	12	0
Venezuela	312	312	312	0
Total	11.916	1.272	9.979	1.937

Fonte: Elaborada pelos autores

Da amostra inicial, foram excluídas 1.272 observações referentes aos países que não apresentavam ESG, sendo eles: Equador, Jamaica, Santa Lúcia, Trinidad e Tobago, Ilhas Turcas e Caicos e Venezuela. O Panamá tinha apenas uma empresa que apresentou ESG nos últimos cinco anos, mas devido a análise por país, não seria possível segregá-los, e, por isso, também realizou a sua exclusão. Posteriormente foram excluídas 9.979 observações de empresas que faltavam dados de uma ou mais variáveis. Os dados foram winsorizados ao nível de 95% para tratar os outliers. Para o período anterior ao início da pandemia, foram obtidas 1.423 observações, enquanto para o período posterior ao início da pandemia foram obtidas 514 observações. Ressalta-se que todas as informações são anuais.

### 3.2 Tratamento dos dados

Os dados foram analisados em modelos de regressão com painel curto não balanceado. Foram aplicados os testes F-Chow, Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan e Hausman para verificar se o painel tem efeitos POLS, fixos ou aleatórios. Os resultados evidenciaram presença de painel com efeitos fixos. O teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) revelou que não houve problema de multicolinearidade, em virtude do VIF ser inferior a 5,0 (Akinwande et al., 2015).

A endogeneidade pode ser um problema em análises estatísticas quando há correlação entre a variável independente e os erros de medição podendo enviesar os resultados. O teste de Durbin-Wu-Hausman revelou presença de endogeneidade. Para lidar com esse problema foi aplicado o modelo de Generalized Method of Moments (GMM), que é uma técnica de estimação que permite que os regressores permaneçam endógenos e ainda obtenham coeficientes robustos e eficientes (Forti et al., 2015).

### 3.3 Cálculo do Value relevance

O value relevance foi calculado conforme modelo de valuation proposto por Ohlson (1995), e testado empiricamente por Collins et al. (1997). O modelo contempla o VPA e LPA como variáveis que afetam o valor de mercado da empresa. Seguindo o estudo de Marques et al. (2022) segregou o modelo para verificar a associação de cada variável, conforme Equações 1 a 7.

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 VPA_{i,t} + \beta_2 LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 VPA_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Onde: P: preço da ação da empresa *i* no período *t+1* (abril do ano seguinte); LPA: Lucro por ação da empresa *i* no período *t*; VPA: Valor patrimonial por ação da empresa *i* no período *t*; ESG da empresa *i* no período *t*.

As relações esperadas entre as variáveis explicativas e de controle com a variável dependente (preço da ação) são apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2 Relação entre LPA, VPA e ESG e preço da ação.

Variáveis	Relação	Justificativa	Autores
LPA	+	O lucro é uma variável importante considerada pelos usuários para avaliar a escolha de investimento, uma vez que apresenta maior poder de distribuição de dividendos em relação à quantidade de ações.	(Marques et al., 2022; Ohlson, 1995)
VPA	+	O patrimônio líquido sugere maior capacidade em criar valor patrimonial, além de conter resultados que não transitam pelo resultado, mas que podem afetá-lo no futuro.	(Marques et al., 2022; Ohlson, 1995)
ESG	+	O ESG pode sugerir maior criação de valor em longo prazo e maior transparência podendo afetar o preço da ação.	(Miralles-Quirós et al., 2018; Zuraida et al., 2018)

Fonte: Elaborada pelos autores

Os dados também foram segregados em período anterior a pandemia (2010-2019) e período posterior (2020-2021), com o propósito de verificar o comportamento do preço das ações e ESG no período pandêmico. Após a apresentação das relações esperadas apresenta-se a variável ESG.

### 3.4 Variável ESG

A variável ESG usada nesta pesquisa refere-se a um score divulgado pela Refinitiv Eikon®. Ele é composto por mais de 630 indicadores, sendo que a plataforma divulga essa informação para mais de 85% do valor de mercado global (Refinitiv Eikon®, 2022). As pontuações ESG dessa base medem de forma transparente e objetiva o desempenho, o comprometimento e a eficácia do desempenho ESG considerando os dados divulgados pela empresa (Refinitiv Eikon®, 2022).

As pontuações de classificação percentil têm simples entendimento, pois estão disponíveis em porcentagens e notas de letras de D- a A+. A métrica utiliza 10 categorias apuradas nos três componentes – ambiental, social e governança corporativa. No componente ambiental há 3 categorias: uso de recursos; emissões e inovações; no social são 4 categorias: força de trabalho, direitos humanos, comunidade e produtos responsáveis e na componente governança corporativa há 3 categorias: gestão, shareholders e estratégia de RSC. A pontuação do componente ESG é uma soma relativa dos pesos das categorias, que variam por setor para as categorias ambientais e sociais. Para governança, os pesos permanecem os mesmos em todos os setores. Os pesos dos componentes são normalizados em porcentagens

que variam entre 0 e 100, sendo que quanto mais próximo a 100 maior é o desempenho ESG.

## 4 Análise e Discussão dos Resultados

### 4.1 Análise descritiva

Os resultados da estatística descritiva (Tabela 3) evidenciam que a média do ESG e seus componentes (exceto o de governança) são maiores para o período pós-pandemia, sendo que esses apresentaram menor coeficiente de variação, indicando menor heterogeneidade entre as empresas.

Tabela 3 – Estatística descritiva segregada pelo período da pandemia (2010-2021)

Variáveis	Período anterior à pandemia (2010-2019)			Período durante a pandemia (2020-2021)		
	Obs	Média	CV	Obs	Média	CV
ESG	1.423	45,974	46,047	514	49,560	42,941
Environmental	1.423	40,271	67,566	514	43,371	61,811
Social	1.423	47,612	52,776	514	53,011	46,280
Governance	1.423	50,369	43,344	514	50,104	45,711
Preço da ação	1.423	4,255	90,503	514	3,319	99,734
Lucro por ação	1.423	0,316	127,077	514	0,233	146,318
Valor Patrimonial da ação	1.423	3,463	109,232	514	2,484	121,344

Fonte: Elaborada pelos autores.

O preço médio da ação (em dólar) apresentou redução durante a pandemia, além de apresentar maior coeficiente de variação (maior heterogeneidade). Esse resultado está conforme o estudo de Albuquerque et al. (2020), que também encontrou redução no preço das ações após o início da pandemia. Esse resultado era esperado, pois esse período de incerteza levou muitos investidores a considerarem outros ativos em sua carteira como o dólar e o ouro (Salisu et al., 2021).

As empresas também apresentaram redução do LPA e do VPA. Essa redução está conforme o esperado, uma vez que em decorrência da pandemia, as entidades foram obrigadas a seguir medidas de isolamento social impostas pelos países para redução dos contágios pela pandemia. Essas práticas levaram algumas empresas a fechar suas operações temporariamente, o que contribuiu para redução dos resultados. Com o prejuízo, há uma redução do patrimônio líquido, a menos que haja integralização de capital, reserva de capital ou resultados abrangentes positivos.

Os resultados permitem concluir que as empresas latino-americanas experimentaram desvalorização em seu valor de mercado (preço das ações) e redução no desempenho contábil (LPA). Por outro lado, observou-se um aumento no desempenho ESG, o que pode ser atribuído à maior demanda de grandes fundos de investimentos por

empresas socialmente responsáveis (Miralles-Quiros et al., 2017). Outro fator que pode ter contribuído para o aumento do desempenho ESG é a percepção de menor risco por parte do mercado, o que pode resultar em um aumento no preço das ações (Gómez-Bezares et al., 2016) gerando valor em longo prazo (Miralles-Quiros et al., 2017).

Em uma análise por país, foi observado que as empresas da Colômbia apresentaram o melhor desempenho ESG (53,678), com menor coeficiente de variação (30,855%), sugerindo maior homogeneidade. As empresas peruanas apresentaram o menor desempenho ESG (39,014), com o segundo maior coeficiente de variação (50,620), atrás apenas do Chile. As empresas brasileiras apresentaram a segunda maior média (50,353) e segundo menor coeficiente de variação (40,934%).

Quanto ao preço por ação (em dólar), as empresas argentinas possuem o menor valor, com 2,011. Elas apresentam o segundo maior coeficiente de variação (134,985%) atrás apenas das peruanas (150,976%). O maior preço médio é das colombianas (5,484), com o segundo menor coeficiente de variação (83,732%), atrás apenas das brasileiras (70,184), que têm a média de 4,315 (segunda maior).

Na análise complementar por setor, constatou-se que o setor com melhor desempenho ESG é o de Energia (49,996) e o de Saúde apresenta o menor desempenho (37,064). Em relação ao preço por ação, aquele com maior valor é Consumo Não Cíclico (4,734), enquanto o setor de Utilidades apresenta o menor valor (2,641).

### 4.2 Resultados do modelo de regressão e teste de hipótese: modelo OLS

A Tabela 4 evidencia que o VPA e LPA (de dezembro) apresentam relação positiva com o preço das ações (em abril), sendo que elas têm relevância econômica, conforme coeficiente da regressão. Logo, essas variáveis podem afetar a decisão do investidor, em virtude da divulgação de resultado positivo e aumento do patrimônio líquido aumentarem o preço da ação. Esse achado corrobora com os estudos de Marques et al. (2022), Miralles-Quiros et al. (2019) e Zuraida et al. (2018) que encontraram relação positiva e significativa nessas duas variáveis.

Ressalta-se que o LPA é uma das variáveis mais importantes para os usuários avaliarem a escolha pelo investimento (Marques et al., 2022; Ohlson, 1995). O patrimônio líquido indica maior capacidade em criar valor, além de conter resultados que não transitaram pelo resultado (resultados abrangentes) e que poderão afetar o desempenho futuro da organização (Marques et al., 2022; Ohlson, 1995).

A variável ESG apresenta relação negativa e significativa

Tabela 4 – Análise da relação entre o ESG e *value relevance* (2010-2021) no modelo OLS

Variáveis	Estatística	VPA	LPA	VPA/LPA	ESG	VPA/ESG	LPA/ESG	Completo
		1	2	3	4	5	6	7
Constante	Coefficiente	2,667*	3,076*	2,247*	4,572*	3,359*	3,589*	2,860*
	Erro padrão	0,326	0,949	0,287	0,356	0,409	0,308	0,355
VPA	Coefficiente	0,418*		0,304*		0,423*		0,309*
	Erro padrão	0,102		0,103		0,103		0,104
LPA	Coefficiente		3,166*	2,674*			3,159*	2,659*
	Erro padrão		0,323	0,365			0,322	0,363
ESG	Coefficiente				-0,012	-0,015**	-0,011	-0,013**
	Erro padrão				0,008	0,007	0,006	0,006
N		1937	1937	1937	1937	1937	1937	1937
F		16,901*	96,123*	60,013*	2,525*	9,530*	49,138*	41,180*
r <sup>2</sup> _overall		0,390	0,337	0,464	0,002	0,370	0,323	0,453
r <sup>2</sup> _between		0,527	0,462	0,591	0,012	0,490	0,432	0,571
r <sup>2</sup> _within		0,117	0,177	0,234	0,004	0,123	0,180	0,239

Fonte: Elaborada pelos autores

Legenda: VPA = valor patrimonial por ação; LPA = lucro por ação; ESG = environmental, social and corporate governance. \*, \*\*, significância a 1% e 5%, respectivamente.

(colunas 5 a 7), com relevância econômica, conforme coeficiente da regressão, indicando que maior desempenho ESG sugere menor preço das ações. Esse resultado corrobora com o estudo de Chan et al. (2022) que também encontraram relação negativa em empresas chinesas. Esses resultados não permitem confirmar a H1 de que entidades com maior desempenho ESG apresentam maior preço das ações. Logo, os resultados não estão alinhados com a perspectiva da Teoria dos Stakeholders, na qual o desempenho ESG das empresas tem contribuído para o aumento do preço da ação. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de os

investidores da América Latina ainda estarem mais preocupados com a capacidade econômica das empresas do que com os aspectos não financeiros. Outra justificativa pode ser em decorrência de o ESG gerar valor em longo prazo, e, que isso ainda não tenha refletido no preço das ações no curto prazo. Todavia, essa visão pode ter começado a mudar, pois ao realizar modelos OLS por ano, constatou que de 2016 até 2021 (exceto 2020) houve uma relação positiva, sendo significativa a 5% para os anos de 2018 e 2019. Outro fator que pode sugerir mudança na perspectiva da importância do ESG é o aumento do número de empresas com desempenho

Tabela 5 – Análise da relação entre o ESG e *value relevance* segregado pela pandemia (2010-2021)

Variáveis	Estatística	VPA	LPA	VPA/LPA	ESG	VPA/ESG	LPA/ESG	Completo
		1	2	3	4	5	6	7
Painel A – Período antes do início da pandemia								
Constante	Coefficiente	2,185*	2,712*	1,820*	3,989*	2,493*	2,757*	2,033*
	Erro padrão	0,273	0,193	0,219	0,401	0,344	0,314	0,281
VPA	Coefficiente	0,528*		0,376*		0,531*		0,378*
	Erro padrão	0,074		0,083		0,075		0,084
LPA	Coefficiente		3,940*	2,931*			3,938*	2,923*
	Erro padrão		0,380	0,455			0,379	0,454
ESG	Coefficiente				-0,004	-0,007	-0,001	-0,005
	Erro padrão				0,007	0,005	0,006	0,005
N		1423	1423	1423	1423	1423	1423	1423
χ <sup>2</sup>		50,830*	107,630*	173,070*	0,320	50,470*	109,490*	175,750*
r <sup>2</sup> _overall		0,372	0,337	0,449	0,002	0,368	0,337	0,448
r <sup>2</sup> _between		0,532	0,500	0,607	0,011	0,521	0,499	0,602
r <sup>2</sup> _within		0,141	0,198	0,261	0,003	0,145	0,198	0,263
Painel B – Período durante a pandemia								
Constante	Coefficiente	1,521*	2,838*	1,448*	3,435*	1,779*	2,970*	1,705*
	Erro padrão	0,176	0,202	0,170	0,520	0,415	0,451	0,391
VPA	Coefficiente	0,710*		0,656*		0,712*		0,659*
	Erro padrão	0,062		0,065		0,062		0,064
LPA	Coefficiente		1,895*	0,898**			1,853*	0,880**
	Erro padrão		0,469	0,415			0,467	0,416
ESG	Coefficiente				-0,003	-0,005	-0,003	-0,005
	Erro padrão				0,010	0,007	0,008	0,007
N		514	514	514	514	514	514	514
χ <sup>2</sup>		129,020*	16,290*	164,010*	0,120	131,010*	15,760*	164,310*
r <sup>2</sup> _overall		0,438	0,314	0,476	0,006	0,436	0,311	0,473
r <sup>2</sup> _between		0,483	0,402	0,521	0,011	0,479	0,394	0,517
r <sup>2</sup> _within		0,009	0,003	0,008	0,040	0,014	0,003	0,012

Fonte: Elaborada pelos autores

Legenda: VPA = valor patrimonial por ação; LPA = lucro por ação; ESG = environmental, social and corporate governance. \*, \*\*, significância a 1% e 5%, respectivamente.

ESG divulgado, sendo que em 2010 eram 54, enquanto em 2021 haviam 256.

A análise segregada pela pandemia é apresentada na Tabela 5. Os resultados evidenciam que tanto antes quanto durante a pandemia, o VPA e o LPA estão relacionados positiva e significativamente com o preço das ações e com a relevância econômica. Isso sugere que as informações contábeis foram capazes de afetar o preço das ações, antes e durante a pandemia. Esse resultado corrobora aos estudos de Marques et al. (2022), Miralles-Quirós et al. (2019) e Zuraida et al. (2018) de que a maior capacidade de gerar lucro e possuir maior patrimônio líquido afetam positivamente o preço das ações.

A variável ESG não apresentou relação significativa nem antes nem após a pandemia. Esse resultado não permite confirmar a hipótese 2 de que no período da pandemia a divulgação de informação ESG foi capaz de afetar o preço das ações das empresas da América Latina. Cordazzo et al. (2020) também não encontraram relação significativa em empresas italianas após a obrigação da divulgação de informações ESG.

Além da análise do ESG total, também foram realizadas análise para cada componente do ESG, cujos resultados são apresentados na Tabela 6. O VPA e LPA foram economicamente relevantes para explicar o preço das ações.

Tabela 6 – Análise da relação do E, do S e do G com o

value relevance (2010-2021)

Variáveis	Estatística	Environmental	Social	Corporate governance
		1	2	3
Constante	Coefficiente	2,860*	2,788*	2,234*
	Erro padrão	0,311	0,329	0,381
VPA	Coefficiente	0,306*	0,311*	0,304*
	Erro padrão	0,104	0,103	0,103
LPA	Coefficiente	2,663*	2,660*	2,674*
	Erro padrão	0,364	0,363	0,365
E	Coefficiente	-0,009**		
	Erro	0,005		
S	Coefficiente		-0,011*	
	Erro padrão		0,004	
G	Coefficiente			0,000
	Erro padrão			0,006
N		1937	1937	1937
F		40,960*	42,580*	40,110*
r <sup>2</sup> _overall		0,455	0,459	0,464
r <sup>2</sup> _between		0,573	0,576	0,591
r <sup>2</sup> _within		0,455	0,240	0,234

Fonte: Elaborada pelos autores

Legenda: VPA = valor patrimonial por ação; LPA = lucro por ação; E = environmental; S = social; G = corporate governance. \*, \*\*, significância a 1% e 5%, respectivamente.

Constata-se que os aspectos ambientais e sociais afetam negativamente os preços das ações. Não houve relação significativa nem antes nem durante a Covid-19 em todos os componentes do ESG. Portanto, os resultados sugerem que os investidores podem não estar considerando o desempenho ESG em suas tomadas de decisões na América Latina. Isso pode ser pela falta de uma cultura de sustentabilidade dos investidores e falta de maiores

Tabela 7 – Análise da relação entre o ESG e value relevance (2010-2021) no modelo GMM

Variáveis	Estatística	VPA	LPA	VPA/LPA	ESG	VPA/ESG	LPA/ESG	Completo
		1	2	3	4	5	6	7
Constante	Coef.	1,014*	1,061*	0,961*	0,360*	0,373*	0,364*	0,487*
	EP	0,013	0,014	0,017	0,071	0,033	0,048	0,002
Preco <sub>t-1</sub>	Coef.	0,680*	0,633*	0,605*	0,710*	0,688*	0,642*	0,608*
	EP	0,002	0,002	0,003	0,005	0,002	0,003	0,000
VPA	Coef.	0,022*		0,070*		0,015*		0,834*
	EP	0,002		0,003		0,002		0,001
LPA	Coef.		0,747*	0,718*			0,709*	0,056*
	EP		0,016	0,016			0,016	0,000
ESG	Coef.				0,012*	0,013*	0,014*	0,010*
	EP				0,001	0,001	0,001	0,000
N		1.614	1.614	1.614	1.614	1.614	1.614	1.614
χ <sup>2</sup>		1,8e+5*	1,2e+5*	9,9e+4*	2,4e+4*	2,2e+5*	5,6e+4	7,3e+8*
Sargan teste		168,6**	167,6**	167,86**	160,0**	169,82*	163,30**	197,43
Autocorrelação teste (1)		-6,27*	-6,15*	-6,27*	-6,20*	-6,32*	-6,19*	-6,31*
Autocorrelação teste (2)		-1,52	-1,67	-1,39	-1,73	-1,55	-1,71	-1,40

Fonte: Elaborada pelos autores

Legenda: VPA = valor patrimonial por ação; LPA = lucro por ação; ESG = environmental, social and corporate governance. \*, \*\*, significância a 1% e 5%, respectivamente.

incentivos pelos governos, inclusive esse poderia ofertar isenções no imposto de renda como forma de aumentar a busca por empresas sustentáveis.

No Brasil (país com maior número de observações), a partir de 2018 houve um crescimento de pessoas físicas na bolsa, ocasionado principalmente pela baixa da taxa de juros (Selic), sendo que isso ocasionou um aumento significativo de pessoas na bolsa de valores (Brasil Bolsa Balcão, 2020). Esses investidores podem ser mais focados em retornos financeiros em curto prazo, e, por isso optam por empresas com maior LPA e VPA.

Portanto, esses resultados sugerem que os investidores na América Latina estão mais preocupados com as práticas de rentabilidade da empresa em curto prazo do que com sua capacidade de gerar valor em longo prazo, o que pode indicar uma maior adesão à perspectiva da Teoria dos *Stockholders* (maximização da riqueza dos acionistas) em vez da Teoria dos *Stakeholders*

#### **4.4 Resultados do modelo de regressão e teste de hipótese: modelo GMM**

Conforme teste de Durbin-Wu-Hausman, os dados apresentam problemas de endogeneidade, e, por isso, aplicou-se o modelo GMM. Os resultados (Tabela 8) sugerem que o preço da ação em  $t-1$  está associado com o preço da ação em  $t$ , isto é, o preço anterior das ações é um dos determinantes do preço atual. Os resultados do VPA e LPA são semelhantes ao modelo OLS, indicando que não há mudanças estatísticas no sinal.

O ESG, por sua vez, apresentou mudança significativa no sinal, mas em termos de magnitude do valor absoluto do coeficiente, a diferença é pequena, sendo 0,013 (valor absoluto do OLS) e 0,010 (GMM). A relação positiva no modelo GMM está conforme os pressupostos da Teoria dos *Stakeholders*. Esses resultados sugerem que as empresas com maior desempenho ESG têm maior preço das ações, corroborando aos estudos de E-Vahdati et al. (2023), Fazzini e Dal Maso (2016), Miralles-Quirós et al. (2018, 2019) e Zuraida et al. (2018). Portanto, é possível confirmar a H1 de que empresas com mais divulgação ESG tem maior preço das ações.

A relação positiva encontrada nesta pesquisa pode estar alinhada aos pontos discutidos por Fazzini e Dal Maso (2016) que são: i) a presença de investidores éticos incentivam às companhias a adotarem e divulgarem informações ESG e ii) a crescente importância das questões ESG nas tomadas de decisões econômicas dos investidores. Esses resultados podem evidenciar ainda que as informações financeiras podem ser limitadas, pois elas não são capazes de prever a geração de lucro futuro, necessitando de informações não financeiras (Zuraida et al., 2018). Portanto, o desempenho ESG pode criar valor para o acionista, e, ao mesmo pode criar valor para a

empresa (Miralles-Quirós et al., 2018).

Em decorrência de menor erro padrão no modelo GMM, os resultados sugerem que os coeficientes foram melhores estimados. Além disso, a estatística de  $p$  também foi menor, sugerindo resultados mais robustos. Logo, os melhores resultados para o GMM podem ser justificados pelo fato desse modelo controlar a endogeneidade presente na amostra.

No período anterior ao início da pandemia, os resultados evidenciaram que o LPA era estatisticamente significativo e positivo, enquanto o VPA e ESG foram negativos. Portanto, antes do início da pandemia, os resultados do ESG estão de acordo com estudo de Chan et al. (2022) que encontrou relação negativa. Isso significa que os resultados não corroboram com a Teoria dos *Stakeholders* de criação de valor em longo prazo.

Durante a pandemia, os resultados foram significativos e positivos nas três variáveis (LPA, VPA e ESG). Portanto, os resultados permitem confirmar a H2 de que no período da pandemia, as empresas com maior nível de informação ESG apresentaram maior preço das ações. Esse resultado pode ser explicado pela relevância do desempenho ESG na pandemia, sendo que ela foi considerada uma vacina de capital contra a quebra do mercado financeiro (Dai, 2022). Destaca-se que o teste de Wald é significativo indicando aderência do modelo, o teste de Sargan não foi significativo (conforme esperado para modelo GMM), porém o teste de Autocorrelação (2) é significativo, sugerindo autocorrelação de segunda ordem.

Em relação às categorias do ESG, os resultados mostram relação positiva para todos os componentes, sendo de governança a 5% e demais a 1%. Os testes do GMM foram todos consistentes (Wald significativo; Sargan e Autocorrelação (2) não significativos). Esses resultados corroboram a H1 de que empresas com mais práticas ESG por componente apresentam maior preço das ações. No período anterior à pandemia, foi observada relação negativa entre o desempenho ambiental e o preço das ações, enquanto os componentes social e de governança apresentaram relação negativa. Durante a pandemia, apenas o de governança corporativa teve relação negativa. Portanto, os resultados sugerem que tanto antes quanto durante a pandemia, os investidores atribuíram diferentes importâncias aos componentes do ESG, corroborando aos estudos de Miralles-Quirós et al. (2018, 2019).

#### **4.5 Teste de sensibilidade**

Foram realizadas seis análises de sensibilidade. A primeira considerou uma regressão para cada país, com um modelo que não leva em conta a segregação e outro que considera esse período. No modelo sem a segregação os resultados revelaram que o ESG

apresentou relação negativa e significativa para todas as empresas, exceto as brasileiras que apresentaram relação não significativa. Esses resultados não são esperados, mas pode ser justificado pelo fato de os investidores ainda estarem mais preocupados com a capacidade econômica das empresas do que com os aspectos não financeiros, estando alinhado à Teoria dos Stockholders (Friedman, 1970).

Ressalta-se que as empresas argentinas apresentaram relação negativa e significativa para o VPA sugerindo que o valor do patrimônio líquido tem um efeito negativo sobre o preço das ações. A referida variável não apresentou relação significativa para as empresas mexicanas e colombianas. Na análise segregada pela pandemia, constatou-se que tanto no período anterior quanto durante a pandemia não houve relação significativa do ESG com o preço da ação em nenhum dos países.

Quanto aos componentes ambientais percebe-se que houve relação negativa e significativa para as empresas chilenas, colombianas e peruanas. Nos aspectos sociais a relação é para as entidades argentinas, chilenas, colombianas e mexicanas. E nos aspectos de governança corporativa houve relação negativa e significativa para as empresas argentinas e colombianas. Todos esses resultados não eram esperados, uma vez que a maior divulgação de práticas ambientais, sociais e governança representam maior transparência, e, portanto, era esperado maior preço nas ações.

No caso das firmas brasileiras, foi observada uma relação positiva e significativa entre o componente de governança corporativa e o preço das ações. Esses resultados estão de acordo com as expectativas teóricas de que a maior transparência sugere maior preço das ações, corroborando aos estudos de Miralles-Quirós et al. (2018, 2019). Esses resultados reforçam a perspectiva da Teoria dos Stakeholders de que uma gestão focada na governança corporativa tende a aumentar o preço da ação, pois proporciona maior segurança aos investidores. Um ponto que pode ter ocasionado essa relação positiva apenas no Brasil é o fato do mercado brasileiro ser um dos mais desenvolvidos na América Latina, com o primeiro índice de sustentabilidade da região.

No modelo GMM, os resultados mostraram que o ESG e o componente ambiental apresentaram relação positiva com o preço das ações em todos os países, exceto Colômbia e Argentina, que foi negativa. O social apresentou relação positiva em todos os países, exceto Colômbia (não significativa) e Brasil e Argentina (negativa). Já a relação do componente de governança e preço das ações foi negativa, exceto Brasil e Chile, que foi positiva.

A segunda análise (OLS) considerou uma regressão por setor, sendo identificado que o ESG apresentou relação

negativa para os setores de serviços de Comunicações, Consumo Cíclico, Energia, Financeiro e Construção Civil e não significativa para os demais setores. Isso indica que, independentemente do setor de atuação da empresa, o maior desempenho ESG não resulta necessariamente em um maior preço da ação, corroborando ao resultado geral (OLS) de que os investidores na América Latina ainda não atribuíram a relevância do ESG em suas decisões de investimentos. No GMM, houve relação positiva para Consumo Discricionário, Materiais e Utilidades e negativa para Energia e Financeiro, sugerindo que a relevância ao ESG varia entre os setores.

O componente ambiental apresentou relação negativa com o preço das ações nos setores de: Serviços de Comunicações, Consumo Cíclico, Energia, Financeiro, Saúde e Construção Civil. Para o componente social, houve relação significativa e negativa para: Serviços de Comunicações, Energia, Financeiro e Construção Civil. E para a componente governança corporativa, a relação ocorreu apenas nos setores Financeiros e Construção Civil. Portanto, os resultados evidenciam que o comportamento da relação entre os componentes do ESG e preço das ações é negativa, mas com diferenças entre os setores.

No GMM, houve relação positiva no componente ambiental para: Consumo Cíclico, Industrial, Materiais e utilidade, e, negativa em Não Cíclico e Financeiro. Para o componente social, houve relação significativa e positiva no Consumo Cíclico, Materiais e Utilidades e negativa em Financeiro e Industrial. E no de governança os resultados indicaram relação positiva para os setores de: Consumo não cíclico, Industrial, Materiais e Utilidades. Esse resultado reforça que o desempenho ESG pode ser mais/menos relevante conforme o setor de atuação.

A terceira análise realizou a interação do LPA e ESG. O pressuposto dessa é fato de as empresas com mais ESG apresentarem melhores resultados contábeis (Albuquerque et al., 2020). Os resultados corroboram aos evidenciados nas Tabela 5 e 6 de que o VPA e LPA são relevantes para explicar positivamente o preço das ações. A variável ESG apresentou relação negativa e significativa com o preço das ações. A interação ESG\*LPA não apresentou relação significativa. Na análise por categoria não houve relação significativa em nenhum dos componentes do ESG. Portanto, não é possível concluir que a interação LPA e ESG aumenta o preço das ações.

A quarta análise realizou um teste para verificar se a presença de ESG influencia o preço das ações (modelo OLS). Para tanto, criou-se uma dummy, com 1 para empresas com ESG e 0 para empresas sem ESG. O ESG apresentou relação negativa e significativa. Portanto, os resultados reforçam os encontrados anteriormente, de que os investidores não tem considerado as práticas ESG em suas tomadas de decisões para precificação dos

ativos nos países latino-americanos. Já no modelo GMM, os resultados apresentaram relação positiva, sugerindo que o problema de endogeneidade pode afetar os resultados do modelo OLS.

Na quinta análise de sensibilidade foi realizada uma segregação pela pandemia para a dummy ESG. Os resultados mostraram que tanto no período pré-pandemia quanto pós-pandemia a *dummy* do ESG não apresentou relação significativa. Já no modelo GMM, os resultados evidenciaram relação positiva no período anterior e negativa durante a pandemia. As variáveis LPA e VPA apresentaram relação positiva e significativa nos dois momentos e modelos.

Na sexta análise testou como variável dependente o preço da ação de março. Os resultados OLS evidenciaram relação negativa e significativa no componente social apenas, não confirmando a H1. Na comparação antes e durante a pandemia não houve relação significativa em nenhum modelo, não corroborando a H2. As variáveis LPA e VPA foram significativas em todos os modelos. No modelo GMM, a relação foi positiva em todos os componentes do ESG no período total, corroborando a H1. No período anterior a pandemia, o ESG total, social e governança corporativa apresentaram relação negativa com o preço das ações. Já no período durante a pandemia, os resultados foram positivos em todos os modelos corroborando a H2.

## Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo analisar o *value relevance* das práticas *environmental, social and corporate governance* (ESG) comparando o período antes e durante a pandemia. A amostra foi constituída por empresas da América Latina e tratados mediante painel de dados curto com efeitos fixos nos modelos OLS e GMM.

Os resultados permitem concluir que o LPA e VPA são relevantes para explicar o preço das ações nesse mercado. Já as informações ESG apresentam variação conforme o modelo utilizado. No modelo OLS, a relação é negativa, enquanto no GMM é positiva. Em decorrência de ter havido problema de endogeneidade, conclui-se que os resultados do modelo GMM tem maior robustez.

Desse modo, os resultados permitem confirmar as duas hipóteses, de que no período completo, as empresas com melhor desempenho ESG têm maior preço da ação (H1) e no período da pandemia, as firmas com maior desempenho ESG tem maior preço das ações (H2). Portanto, os resultados estão alinhados à Teoria dos *Stakeholders*, isto é, os investidores têm considerado em suas tomadas de decisões informações não financeiras (ESG), o que pode auxiliar na criação de valor em longo prazo.

Esses resultados podem trazer implicações para os gestores, reguladores, pesquisadores e investidores. Os gestores têm indícios de que quando a empresa divulga maior desempenho ESG, as ações tendem a apresentar preços mais elevados, sendo que normalmente eles têm parte da remuneração em ações. Os reguladores podem ter um maior rigor sobre a adoção de práticas ESG das empresas, no qual eles podem emitir normas especificando como a empresa deve atuar em relação a esse ponto, com o propósito de evitar manipulação por parte dos gestores.

Os pesquisadores têm indícios de que ao utilizar modelos de *value relevance* é preciso considerar a presença de endogeneidade. Caso haja problema de endogeneidade é recomendado concluir os resultados de suas pesquisas com base nos modelos GMM. E os investidores têm indícios de que quando a organização tem maior desempenho ESG, ela tende a ter maior preço das ações, podendo ser uma vantagem competitiva. Os resultados também reforçam que em períodos conturbados, como foi a pandemia, os resultados tendem a ser menos negativos, corroborando a literatura anterior.

O estudo se limita a análise direta do ESG e preço das ações. Assim, estudos futuros poderiam considerar a inclusão de interações entre o ESG e gerenciamento de resultados com o propósito de verificar se isso poderia influenciar o preço das ações. Com isso seria possível entender de forma mais aprofundada as interações complexas entre os fatores ESG, as práticas contábeis e o valor das empresas.

## Referências

- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable(s) in Regression Analysis. *Open Journal of Statistics*, 05(07), 754–767. <https://doi.org/10.4236/ojs.2015.57075>
- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2023). ESG performance in the time of COVID-19 pandemic: Cross-country evidence. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(14), 39978–39993. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-25050-w>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic*

- Management Journal*, 29(12), 1325–1343. <https://doi.org/10.1002/smj.714>
- Brasil Bolsa Balcão. (2020). *A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro: Quem são e como se comportam as mais de 2 milhões de pessoas que aplicaram parte de seus recursos em bolsa no último ano* (p. 28). B3.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497–505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>
- Chan, M. F., Phua, L. K., & Jalaludin, D. (2022). ESG performance and value relevance of accounting information: Evidence from Chinese capital market. *International Journal of Accounting, Finance and Business*, 7(43), 329–346. <https://doi.org/10.55573/IJAFB.074323>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39–67. <https://doi.org/10.1145/1147282.1147308>
- Cordazzo, M., Bini, L., & Marzo, G. (2020). Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3470–3483. <https://doi.org/10.1002/bse.2589>
- Dai, Y. (2022). Is ESG investing an ‘equity vaccine’ in times of crisis? Evidence from the 2020 Wuhan Lockdown and the 2022 Shanghai Lockdown. *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 992–1004. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.07.003>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- E-Vahdati, S., Wan-Hussin, W. N., & Mohd Ariffin, M. S. (2023). The Value Relevance of ESG Practices in Japan and Malaysia: Moderating Roles of CSR Award, and Former CEO as a Board Chair. *Sustainability*, 15(3), 2728. <https://doi.org/10.3390/su15032728>
- Fazzini, M., & Dal Maso, L. (2016). The value relevance of “assured” environmental disclosure: The Italian experience. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(2), 225–245. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2014-0060>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. E. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167–180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2469/dig.v30.n3.703>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management*. Pitman Publishing Ins.
- Friedman, M. (1970). *The social responsibility of business is to increase its profits*. The New York Times Magazine. [https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6\\_14](https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14)
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66(September 2019), 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., & Przychodzen, J. (2016). Corporate Sustainability and Shareholder Wealth—Evidence from British Companies and Lessons from the Crisis. *Sustainability*, 8(3), 276. <https://doi.org/10.3390/su8030276>
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 3–75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *British Accounting Review*, 50(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Marques, M. T., Dalmacio, F. Z., & Rezende, A. J. (2022). IFRS x Bacen-GAAP: Value relevance das informações contábeis das instituições financeiras do Brasil. *Brazilian Business Review*, 19(1), 1–18.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.
- Miralles-Quiros, M. D. M., Miralles-Quiros, J. L., & Arraiano, I. G. (2017). Sustainable Development, Sustainability Leadership and Firm Valuation: Differences across Europe: Sustainability Leadership and Firm

- Valuation. *Business Strategy and the Environment*, 26(7), 403–445. <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495581>  
1014–1028. <https://doi.org/10.1002/bse.1964>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. V. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability (Switzerland)*, 10(3). <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo-Hernández, J. (2019). The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6), 1446–1456. <https://doi.org/10.1002/csr.1759>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- 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. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403–445. <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495581>
- Refinitiv Eikon®. (2022). *Environmental, social and governance scores from Refinitiv*. Refinitiv Eikon®. <https://refini.tv/3CZvfU8>
- Salisu, A. A., Vo, X. V., & Lucey, B. (2021). Gold and US sectoral stocks during COVID-19 pandemic. *Research in International Business and Finance*, 57(May), 101424. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101424>
- Trent, D. (2019). *Latin American investors see increasing importance of ESG/SRI Metrics* (p. 1–6). <https://bit.ly/3M3VQCX>
- United Nations Environment Programme Finance Initiative. (2005). *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*. October.
- Zuraida, Z., Houqe, M. N., & Zijl, T. van. (2018). Value relevance of environmental, social and governance disclosure. *Em Research handbook of finance and Sustainability* (p. 458–483). Edward Elgar.