

## ARTIGO

## Liberdade Econômica e Práticas ESG (*Environmental, Social, Governance*): uma Análise do Setor Financeiro nas Américas

Lucas Benedito Gomes Rocha Ferreira<sup>1</sup>  
lbgrferreira@furb.br |  0000-0002-6779-6694

Leonardo Köppe Malanski<sup>2</sup>  
leonardokm@icloud.com |  0000-0002-6774-4878

### RESUMO

Por meio da teoria da legitimidade e da vertente Nova Economia Institucional, o objetivo deste estudo é investigar o efeito da liberdade econômica na relação entre as práticas *Environmental, Social, Governance* (ESG) e a rentabilidade. A amostra da pesquisa corresponde às empresas do setor de finanças localizadas na América, entre 2017 e 2020, utilizando informações da base de dados Refinitiv Eikon<sup>®</sup>. A análise utilizou modelagem de dados em um painel hierárquico. Os resultados demonstram que as práticas ESG têm um impacto positivo e significativo sobre a rentabilidade. Individualmente, apenas a variável referente ao pilar social apresentou relação positiva e significativa sobre a rentabilidade. Quanto ao efeito moderador da liberdade econômica, mostrou-se que ela potencializa a relação entre índice ESG e rentabilidade, e somente potencializa a relação entre governança corporativa e rentabilidade quando analisadas individualmente. Além disso, os resultados implicam que a qualidade institucional de um país tem uma influência importante nas práticas ESG e na rentabilidade.

### PALAVRAS-CHAVE

Liberdade econômica; práticas ESG; empresas financeiras

<sup>1</sup>Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, Brasil

<sup>2</sup>Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, PR, Brasil

Recebido: 06/10/2021.

Revisado: 18/02/2022.

Aceito: 18/05/2022.

Publicado: 09/08/2023.

DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.1125.pt>



A introdução de considerações éticas nas decisões de investimento tem recebido atenção especial nos últimos anos, pois um número crescente de investidores está preocupado com as políticas sustentáveis das empresas (Elsayed & Paton, 2005). O Investimento Socialmente Responsável (ISR) consiste não apenas em considerar o retorno financeiro, mas também ponderar os indicadores *Environmental, Social, Governance* (ESG), que são criados para estabelecer dimensões adicionais do desempenho corporativo, que não se refletem em dados financeiros (Bassen & Kovacs, 2020).

Apesar das empresas serem constantemente avaliadas pelo desempenho financeiro, existe uma crescente atenção às metas de sustentabilidade (Eccles et al., 2014), ao passo que a divulgação desses fatores sustentáveis varia entre empresas e países (Ioannou e Serafeim, 2017). Os investidores estão preocupados com as práticas ESG de uma empresa para saber onde ela investe seus recursos e como conduz seus negócios (Atan et al., 2018). A tendência continua a crescer à medida que as questões de sustentabilidade continuam a aparecer em todo o mundo (Hartmann & Uhlenbruck, 2015).

Atividades ambientais, sociais e de governança positivas beneficiam diversos *stakeholders* e, em última instância, criam valor direto para os acionistas (Porter & Kramer, 2011). Shakil et al. (2019) exploraram os efeitos do desempenho ambiental, social e de governança dos bancos em seu desempenho financeiro, no contexto dos mercados emergentes, e descobriram uma associação positiva entre desempenho ambiental, social e o desempenho financeiro.

Buallay (2019) evidenciou um impacto positivo das práticas ESG no desempenho, porém, ao mensurar os fatores individualmente, encontrou resultados mistos para cada indicador de *performance*. Enquanto a divulgação ambiental afeta positivamente o desempenho operacional e o de mercado, as práticas de governança afetam negativamente o operacional, financeiro, e positivamente o de mercado. Por fim, as práticas sociais impactam negativamente os três modelos.

Embora existam muitas pesquisas sobre a associação de preocupações ambientais, sociais e de governança de uma empresa com sua *performance*, a literatura dessa temática voltada para o setor de finanças ainda é limitada. Dado que não foram localizados estudos anteriores que analisassem o efeito conjunto e individual das práticas ambientais, sociais e de governança sobre a rentabilidade das empresas financeiras americanas, a primeira questão deste estudo é: qual o efeito conjunto e individual das práticas ESG na rentabilidade das empresas do setor financeiro na América?

O escândalo corporativo e a fraude contábil são considerados uma das principais causas da turbulência financeira global (Dah & Jizi, 2018). A fraca governança corporativa e a negligência dos principais gestores nas operações da empresa podem prejudicar a rentabilidade da empresa e criar volatilidade nos preços das ações (Cannella et al., 2008). Além disso, a liberdade econômica, comercial e financeira, a estabilidade monetária, as privatizações, a expansão do crédito e do mercado consumidor estão entre as diversas transformações presentes em diferentes países (Blau, 2017).

Conforme observado na literatura anterior, a relação entre práticas ambientais, sociais, governança e desempenho apresenta-se como largamente explorada. Entretanto, Sambharya e Rasheed (2015) destacam que poucos estudos, nos últimos anos, têm se destinado a investigar os mecanismos específicos de liberdade econômica. Diante disso, surge a segunda questão deste estudo: qual o efeito da Liberdade Econômica na relação entre as práticas ESG e a rentabilidade das empresas do setor financeiro na América?

Apesar de a literatura relacionada indicar que a liberdade econômica promove a dinâmica macroeconômica de um país, o efeito da liberdade econômica sobre as unidades econômicas ainda é uma questão a ser investigada. Assim, este estudo, além de verificar o efeito direto dos fatores ESG na rentabilidade, ele também busca investigar o efeito moderador da liberdade econômica nessa relação em empresas financeiras americanas.

De acordo com o Relatório de Oportunidades e Riscos Sociais, Ambientais e Climáticos do Banco Central do Brasil (BCB), há uma evolução na alocação dos países americanos no âmbito do investimento das reservas internacionais no âmbito da sustentabilidade. Além disso, o setor financeiro foi selecionado pelos riscos associados aos fatores ESG em sua declaração de visão de futuro e na explicação do objetivo estratégico, que deve promover finanças sustentáveis e contribuir para a redução dos riscos socioambientais e climáticos na economia e no Sistema Financeiro. Assim, o setor bancário desempenha um papel importante no desenvolvimento e crescimento da economia americana, facilitando as transações financeiras (BCB, 2021).

Esta pesquisa justifica-se pela relevância do tema no contexto de desenvolvimento e mudanças no cenário econômico mundial, dado que analisa o contexto macro de relações comerciais e econômicas de países que representam mercados desenvolvidos e emergentes. Por fim, este estudo ajuda *stakeholders*, investidores, reguladores, formuladores de políticas e acadêmicos a aprimorar seus conhecimentos sobre práticas ESG em relação ao desempenho.

A liberdade econômica promove a dinâmica macroeconômica de um país (Miller et al., 2020), e as diferenças entre essas instituições jurídicas desencadeiam variância na valorização do ambiente (Christmann & Taylor, 2001), da responsabilidade social (Kinderman, 2012) e da governança corporativa (Gün, 2019). Portanto, compreender como essas mudanças impactam na relação proposta pode apresentar novos processos de tomada de decisão voltados para o ISR, assim como a relevância de compreender os efeitos desses processos em países economicamente distintos.

O artigo está organizado da seguinte maneira: a seção 2 apresenta uma visão geral da literatura sobre o efeito das práticas ESG sobre a rentabilidade das empresas moderada pela liberdade econômica. A seção 3 detalha as escolhas metodológicas. A seção 4 apresenta e discute os resultados empíricos. A seção 5 conclui o artigo.

## 2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

De acordo com a teoria da legitimidade, a gestão pode influenciar a percepção pública da empresa, pois os esforços para gerenciar a legitimidade podem ser responsáveis por mudar as atividades para que sejam consistentes com as percepções sociais e ambientais da comunidade. A existência de divulgações ESG em relatórios publicados pela empresa pode ser uma forma de resposta ou preocupação às diversas questões e demandas que ocorrem na comunidade. Portanto, essa divulgação seria feita para ganhar legitimidade em seu ambiente de atuação e permitir harmonia com a percepção do público (Melinda & Wardhani, 2020).

Dado que o ambiente institucional confere legitimidade às empresas quando elas agem em congruência com as expectativas sociais sobre o comportamento corporativo adequado (Scott, 2013), torna-se necessário destacar a vertente da Nova Economia Institucional (NEI) como possível suporte teórico na abordagem das organizações como consequência do ambiente a que pertencem. As premissas dessa vertente teórica não se limitam a considerar apenas as condicionantes materiais ou subjetivas, mas também priorizam a interrelação entre os fatores de ordem legal, cultural e suas influências recíprocas (Ingram & Clay, 2000).

O Neoinstitucionalismo procura entender como as instituições interferem e influenciam as práticas e processos sociais (Pierson, 1994). Visto que a vertente da NEI usa razões econômicas para explicar a diversidade nas formas de arranjos institucionais (Scapens, 2006), acredita-se que o Índice de Liberdade Econômica pode ser entendido como um indicador de qualidade institucional capaz de estimular ou minimizar as práticas ESG.

As medições ESG visam capturar dimensões adicionais do desempenho corporativo que não são reveladas nos dados contábeis (Bassen & Kovacs, 2020). Além de capturar um escopo mais amplo de dados usados para avaliar as capacidades de gestão e apoiar a gestão de risco (Godfrey et al., 2009; Galbreath, 2013), estudos recentes mostram que o alto perfil de sustentabilidade ajuda a mitigar qualquer queda nos preços das ações após anúncios de eventos ambientais negativos (Godfrey et al., 2009), bem como portfólios de alta sustentabilidade proporcionam retornos mais elevados (Eccles et al., 2014).

As informações ESG são essenciais para fins de gestão, pois os gestores precisam ter dados abrangentes e oportunos sobre suas operações (Tarmuji et al., 2016). O desenvolvimento dessas práticas aumenta a produtividade dos funcionários por meio do uso eficiente dos recursos e da receita, além de melhorar a reputação da empresa na visão dos *stakeholders* (Malik, 2015). Buallay (2019) também evidenciou um impacto positivo das práticas ESG no desempenho financeiro, operacional e de mercado.

Uma melhor prática ESG mostra o compromisso da empresa com regras institucionalizadas de comportamento responsável, com impactos positivos correspondentes na sociedade, no meio ambiente e interesses socialmente sancionados expressos por acionistas e outras partes interessadas (Del Bosco & Misani, 2016). Além disso, a integração de questões ESG nas estratégias corporativas pode criar valor para os acionistas devido aos retornos sobre a satisfação dos *stakeholders* (Eccles et al., 2014).

Os resultados empíricos de Dahlberg e Wiklund (2018) em relação aos países nórdicos, os quais lideram o *ranking* mundial em *ratings* ESG, mostram que o componente ambiental tem o maior impacto no desempenho financeiro, pois as questões ecológicas são relevantes para os investidores desses países. Ainda, mostraram uma relação positiva e significativa entre os *ratings* ESG e o desempenho do mercado, embora não significativamente para o desempenho contábil. Nesse sentido, postula-se que:

- **H1:** Existe uma influência entre as práticas ESG e a rentabilidade do setor financeiro nas Américas.

### 2.1.1. Práticas ambientais

Ryszawska (2016) enfatizou as mudanças no papel das finanças ao longo do tempo, passando de um foco exclusivo na maximização dos lucros e da riqueza dos acionistas para uma atenção crescente às questões ambientais, como economia verde, baixo carbono e mitigação das mudanças climáticas. A literatura também mostra que empresas com maiores indicadores de poluição possuem menor valor de mercado (Cormier & Magnan, 2003), uma vez que os anúncios de liberação de tóxicos de uma organização levariam a reações negativas no preço das ações da empresa (Hamilton, 1995).

Derwall et al. (2005) verificaram a relação do desempenho ambiental corporativo com o preço das ações entre 1995 e 2003 e constataram que empresas com melhor desempenho ambiental obtiveram maiores retornos. De maneira semelhante, Liu et al. (2017) realizaram um estudo sediado no Reino Unido, onde as empresas descobriram que as emissões de carbono corporativas tiveram uma influência negativa sobre a rentabilidade. Portanto, ao classificar as empresas com base no uso de recursos, analisa-se seu desempenho e sua capacidade de reduzir o uso de energia, materiais e água, além de encontrar soluções mais ecoeficientes (Dahlberg & Wiklund, 2018).

Tarmuji et al. (2016) investigaram o impacto de cada prática individual de ESG na rentabilidade dos países da Malásia e Cingapura e mostraram que as práticas ambientais estão positivamente e significativamente correlacionadas com a rentabilidade, no entanto o fator ambiental não influenciou significativamente a rentabilidade em ambos os países. Ademais, Buallay (2019) mostrou que a divulgação ambiental afeta positivamente o desempenho operacional e de mercado, mas não o desempenho financeiro. A partir desse contexto, foi elaborada a seguinte hipótese:

- **H2:** As práticas ambientais do setor financeiro das Américas e sua rentabilidade estão significativamente relacionadas.

### 2.1.2. Práticas sociais

Direitos humanos, igualdade, diversidade no local de trabalho e a contribuição da organização para a sociedade são os fatores sociais mais relevantes para os *stakeholders* (Atan et al., 2018). Sobre as empresas brasileiras com governança corporativa, os resultados empíricos de Prudêncio et al. (2021) indicam que a diversidade de gênero no conselho de administração e a maior idade média da alta direção têm efeito favorável nas práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Como os investidores estão mais preocupados com as atividades sociais da empresa, eles levarão a um melhor desempenho financeiro (Velte, 2017).

Pletsch et al. (2015) encontraram relações positivas entre a responsabilidade social e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Neste estudo, as variáveis relacionadas aos encargos sociais, saúde e segurança, transporte e participação nos lucros apresentaram relação diretamente proporcional com as variáveis de desempenho retorno sobre os ativos (ROA) e liquidez geral. Portanto, quanto maior o desempenho empresarial, maiores são os investimentos destinados ao público interno das organizações e em benefícios sociais externos destinados à sociedade.

De acordo com Shakil et al. (2019), pesquisas sobre ISE e desempenho bancário são atualmente limitadas. Investigações anteriores encontraram uma relação positiva significativa entre práticas sociais e desempenho bancário no contexto de países desenvolvidos, por exemplo, Estados Unidos, Canadá, Japão e em países europeus (Wu & Shen, 2013; Shen et al., 2016; Esteban-Sanchez et al., 2017).

Tarmuji et al. (2016) constataram que as práticas sociais das empresas em Singapura influenciam significativamente o desempenho econômico. Os autores justificam que o resultado diferente para a Malásia se deve às diferenças culturais e aos potenciais impactos dos *stakeholders*, apesar de serem países vizinhos. Por outro lado, Buallay (2019) mostrou que as práticas sociais impactam negativamente o desempenho de mercado, financeiro e operacional. Assim, postula-se a seguinte hipótese:

- **H3:** As práticas sociais do setor financeiro americano e sua rentabilidade estão significativamente relacionadas.

### 2.1.3. Práticas de governança corporativa

A governança corporativa é definida como o código de conduta da organização para garantir que as ações dos diretores e executivos sejam compatíveis com os interesses das partes interessadas (Esteban-Sanchez et al., 2017). Atan et al. (2018) consideram a estrutura de propriedade, independência do conselho, tratamento equitativo dos acionistas, direitos dos acionistas minoritários e transparência como alguns dos principais problemas de governança.

A Teoria Principal-Agente tem como dilema “o *tradeoff* entre o custo de medir o comportamento e o custo de medir os resultados e a transferência do risco para o agente” (Eisenhardt, 2015, p. 11, tradução nossa). Assim, ela busca o “contrato ótimo entre o principal e o agente, comportamental *versus* resultados” (Eisenhardt, 2015, p. 9, tradução nossa). A disponibilidade de mais informações fornecidas por Sistemas de Informação, por exemplo, como sistemas orçamentários, revela o comportamento do agente para o principal.

Sabendo dos custos de agência, Jensen e Meckling (2008) defendem a existência de algumas ferramentas que servem para controlar e tentar reduzir ao máximo a oportunidade do empreendedor de obter benefícios individuais (como auditorias, orçamentos e sistemas formais de controle). No entanto, tais ferramentas acabam implicando custos, que reduzem o patrimônio da empresa, trazendo a responsabilidade para os proprietários. Os custos de acompanhamento ou concessão de garantias contratuais são decorrentes da relação de agência existente. No entanto, tais medidas são definidas pelo próprio decisor, que é o principal envolvido. Portanto, fica claro que ele tentará minimizá-los o máximo possível.

Esteban-Sanchez et al. (2017) encontraram uma relação positiva significativa entre governança corporativa e desempenho financeiro em uma amostra internacional que inclui principalmente os bancos de países desenvolvidos. Além disso, Soana (2011) também encontrou um efeito positivo significativo da governança corporativa no desempenho financeiro dos bancos italianos.

Tarmuji et al. (2016) encontraram que as práticas de governança corporativa das empresas da Malásia influenciam significativamente o desempenho econômico, uma vez que a transparência corporativa e a divulgação estão intimamente ligadas ao desempenho corporativo. Eles justificam que o resultado não significativo para Singapura pode ser devido a diferenças no ambiente institucional, já que o mercado de controle societário é fraco e a propriedade acionária é mais concentrada. Buallay (2019), por sua vez, demonstrou que as práticas de governança afetam negativamente o desempenho operacional e financeiro e afetam positivamente o desempenho do mercado. Portanto, a terceira hipótese do trabalho é dada por:

- **H4:** As práticas de governança corporativa do setor financeiro americano e sua rentabilidade estão significativamente associadas.

## 2.2. LIBERDADE ECONÔMICA

A configuração institucional de uma nação pode ser demonstrada por meio de índices de liberdade econômica e regulações implementadas pelos cidadãos (Sambharya & Rasheed, 2015). A liberdade econômica é dada pelo quanto é possível realizar atividade econômica com mínima interferência estatal (Chen & Huang, 2009), e pode ser medida em quatro pilares: Estado de Direito, tamanho do governo, eficiência regulatória e abertura de mercado (Miller et al., 2020).

De acordo com Hartmann e Uhlenbruck (2015), existem pelo menos três domínios institucionais relevantes para explicar a variação internacional da Responsabilidade Ambiental Corporativa (RAC): legal, de mercado e sociais. Eles destacaram que um Estado forte, com políticas e regulamentações abrangentes de preservação ambiental, possivelmente tornará as empresas mais preparadas para atender às exigências regulatórias e até mesmo superá-las.

Os resultados empíricos de Castillo-Merino e Rodríguez-Pérez (2021) indicam que bancos em países com maior liberdade econômica estão mais dispostos a se concentrarem em relatórios ESG. Com base nas diferenças institucionais entre países de direito consuetudinário e de direito positivado, os autores enfatizam que um ambiente mais regulado está associado a níveis mais altos de desempenho de sustentabilidade no setor financeiro. Os resultados também sugerem que



o tamanho e uma posição financeira saudável são fatores em nível de empresa em vários países associados a níveis mais altos de divulgação ESG.

- **H5<sub>a</sub>**: A liberdade econômica aumenta a relação entre as práticas ESG e a rentabilidade.

As diferenças entre as instituições jurídicas de diferentes nações estão relacionadas à variação do valor dado ao meio ambiente (Christmann & Taylor, 2001) e à força do Estado para fazer cumprir as normas que resolvem melhorias ambientais (Eiadat et al., 2008). Conforme mostrado por Hartmann e Uhlenbruck (2015), seu estudo relacionando a liberdade econômica geral e a RAC mostrou uma influência positiva da liberdade econômica.

Graanfland (2019) pesquisou os efeitos de duas dimensões da liberdade econômica (impacto do tamanho do governo e regulação do governo) na RAC. Seus resultados mostraram que o pequeno governo e a liberdade de regulação são responsáveis por diminuir a responsabilidade ambiental, mesmo quando utilizaram diferentes tipos de medida de liberdade econômica (verificação de robustez).

Nações que possuem alta liberdade econômica tendem a ser mais internacionais, pois impõem menos restrições ao comércio global (Gwartney & Lawson, 2003) e, conseqüentemente, empresas em mercados liberais enfrentam uma maior diversidade de clientes exigindo mais termos de comportamento ambiental responsável (Hartmann & Uhlenbruck, 2015). Portanto, isso estará associado a maiores níveis de RAC entre empresas de economias liberais, pois racionalizarão seu comportamento ambiental às expectativas dos clientes mais exigentes por questões de eficiência e eficácia (Christmann & Taylor, 2001). Assim, fica estabelecida a seguinte hipótese de trabalho:

- **H5<sub>b</sub>**: A liberdade econômica potencializa a relação entre práticas ambientais e rentabilidade.

Vários autores estudaram a influência dos determinantes institucionais na RSC (De Geer et al., 2010; Jackson & Apostolakou, 2010; Kinderman, 2012), onde há um consenso sobre a aptidão desse índice ou subíndices para impactar nas diferentes atuações e relações (Liao, 2018). Com base na vertente Neoinstitucional, Jackson e Apostolakou (2010) compararam a influência de diferentes ambientes institucionais nas políticas de RSC das empresas europeias e constataram que as empresas das economias de mercado mais liberais dos países anglo-saxões pontuaram mais alto na maioria das dimensões da RSC.

A RSC complementa a liberalização e substitui a solidariedade social institucionalizada (Kinderman, 2012), ou seja, a visão de práticas voluntárias de RSC nas economias liberais é adotada como substituta de formas institucionalizadas de participação dos stakeholders (Jackson & Apostolakou, 2010). Nesse contexto, Kinderman (2012) argumenta que, dependendo do contexto institucional mais amplo, as corporações podem compartilhar formas mais voluntárias ou coletivas de responsabilidade social.

Empresas de mercados emergentes podem se beneficiar mais de ter um alto nível de liberdade econômica do que entidades de mercados desenvolvidos devido ao seu crescimento e necessidades de financiamento (Liao, 2018). Assim, ao examinar como a liberdade econômica afeta o nível de valorização e lucratividade das empresas em 92 países, entre 2000 e 2014, Liao (2018) estabeleceu que empresas que trabalham em um ambiente com maior nível de liberdade econômica são mais propensas a melhorar em inovação, tecnologia e investir em capital humano e social.

Em uma amostra de 80 países, Buallay (2020) considerou o papel moderador da lei de relatórios de sustentabilidade de um país sobre a relação entre as práticas ESG e o desempenho da empresa. De acordo com esse estudo, existem diferentes ambientes legais dentro dos países

sobre a divulgação da sustentabilidade de uma empresa (obrigatória ou voluntária). Portanto, a teoria da responsabilidade foi incorporada à teoria dos *stakeholders*, legitimidade e economia política para atender ao objetivo de sua tese. Assim, afirma-se a seguinte hipótese:

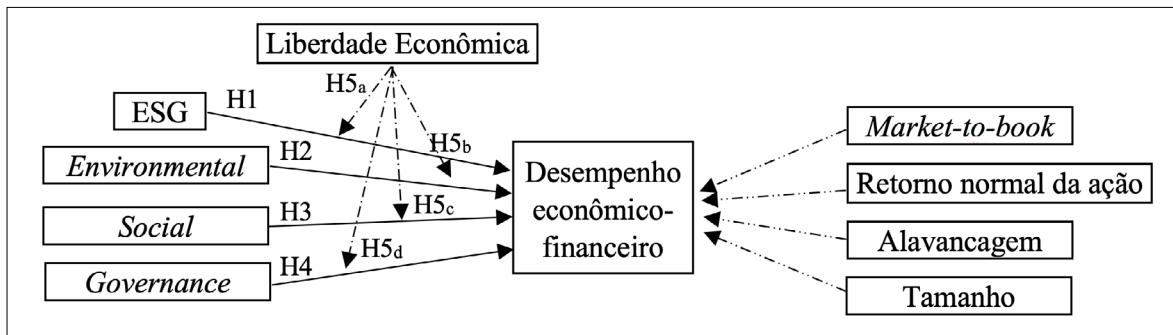
- **H5:** A liberdade econômica potencializa a relação entre práticas sociais e rentabilidade.

Javakhadze et al. (2012) concluíram que as características do país e da empresa ajudam a explicar o processo de mudança nas estruturas de governança corporativa. Os autores abordaram medidas de liberdade econômica, aumento dos direitos dos acionistas e judiciários imparciais como possíveis efeitos significativos para o país. Além disso, constataram que a maior participação dos bancos na economia nacional desestimula a convergência para um estilo americano de governança corporativa.

Além de investigar o efeito direto da governança corporativa no desempenho financeiro de empresas de economias emergentes, Gün (2019) também considerou o efeito moderador da liberdade econômica na relação governança-desempenho. Os resultados mostraram que a liberdade econômica tem um efeito moderador na relação de governança sobre o desempenho, entretanto esse efeito moderador diminui à medida que o nível de liberdade econômica aumenta. Assim, postula-se a seguinte hipótese:

- **H5<sub>d</sub>:** A liberdade econômica potencializa a relação entre práticas de governança corporativa e rentabilidade.

O retorno normal das ações está diretamente ligado às questões sociais, ambientais e de governança que envolvem as entidades. Assim, organizações mais engajadas em questões de sustentabilidade são mais transparentes em suas relações com os *stakeholders* (Eccles et al., 2014). Por isso, essas empresas têm mais incentivos para divulgar informações sobre as práticas de desenvolvimento sustentável adotadas (ESG), o que resulta em maior liquidez das ações no mercado e, conseqüentemente, diminuição do custo de capital, devido à redução do risco (Malta & Camargos, 2016). As relações entre as variáveis analisadas e as respectivas hipóteses acima descritas podem ser visualizadas na Figura 1:



**Figura 1.** Estrutura conceitual do modelo individual

**Fonte:** elaborado pelos autores (2023).

### 3. METODOLOGIA

Para investigar o objetivo proposto, o qual consiste em verificar o efeito direto das práticas ambientais, sociais e de governança na rentabilidade, bem como o efeito moderador da liberdade econômica sobre essa relação em empresas americanas do setor financeiro, foi realizado um estudo



quantitativo. Os dados referentes à liberdade econômica foram coletados no banco de dados The Heritage Foundation, e outras informações correspondentes às empresas da amostra foram coletadas no banco de dados Refinitiv Eikon®.

A amostra dessa pesquisa corresponde a algumas das empresas financeiras do continente americano, que têm seus dados disponíveis no banco de dados Refinitiv Eikon®. Nessa base de dados, estavam disponíveis 1.674 empresas.

Em relação ao processo de amostragem, foram removidas as empresas que não possuíam dados para todo o período analisado (2017-2020) e as empresas pertencentes aos territórios Bermudas, Ilhas Cayman e Porto Rico, por não representarem países e, dessa forma, não possuem o Índice de Liberdade Econômica (EFI). A amostra final incluiu 445 empresas com 1.780 observações, entre 2017 e 2020.

A Tabela 1 apresenta a amostra final de acordo com o número de empresas por país, os respectivos índices de Liberdade Econômica e o número de observações ao longo dos anos de análise.

Entre as empresas da amostra, a maioria (84,9%) situa-se nos Estados Unidos (EUA), sendo os países Argentina, Chile, Colômbia e México responsáveis pela menor representação da população estudada (1,57%). O Canadá tem a segunda maior representação da amostra (6,29%), e isso pode ser justificado por ser um país desenvolvido, diferentemente do Brasil, um país emergente, que teve a segunda menor representação (2,47%).

Em relação ao Índice de Liberdade Econômica (EFI), mostra-se que o Canadá obteve a maior pontuação em todos os anos de análise. Em geral, há um leve decréscimo na soma do EFI de 2017 a 2018 (-0,7), uma estabilidade nos anos de 2018 e 2019 e um aumento de 7,6 pontos na liberdade econômica desses países da amostra no ano de 2020.

Dado que 1.008 empresas foram retiradas desta amostra de pesquisa devido à falta de informações consecutivas sobre as pontuações ambientais, sociais e de governança, a Tabela 1 mostra uma diferença no número de empresas com informações sobre essas pontuações, o que mostra uma concentração dessas organizações nos EUA. Por outro lado, países como Argentina, Chile, Colômbia e México apresentaram o menor número de empresas financeiras que apresentaram pontuações para essas práticas ESG.

As variáveis referentes às práticas ESG e informações financeiras para cálculo das variáveis de controle e dependentes foram coletadas na base de dados do Refinitiv Eikon®. Essa base mostra as pontuações ESG para medir de forma transparente e objetiva o desempenho relativo à eficácia e ao comprometimento de uma empresa nos seguintes temas-chave: emissões, inovação de produtos e meio ambiente, direitos humanos, acionistas, etc. (Refinitiv, 2020).

**Tabela 1**

*Amostra e EFI 2017-2020*

Países	Empresas	Observações	Índice de Liberdade Econômica			
			2017	2018	2019	2020
Argentina	7	16	50,4	52,3	52,2	53,1
Brasil	11	36	52,9	51,4	51,9	53,7
Canadá	28	112	78,5	77,7	77,7	78,2
Chile	7	28	76,5	75,2	75,4	76,8
Colômbia	7	24	69,7	68,9	67,3	69,2
Mexico	7	24	63,6	64,8	64,7	66
Estados Unidos	378	1.512	75,1	75,7	76,8	76,6
<b>Total</b>	<b>445</b>	<b>1.780</b>	<b>466,7</b>	<b>466</b>	<b>466</b>	<b>473,6</b>

*Fonte:* Dados da pesquisa (2023).

Tabela 2

Variáveis do modelo de regressão

Variáveis	Definição	Fórmula	Coleta	Literatura relacionada
<b>Variável dependente – Rentabilidade</b>				
$ROA_{it}$	Retorno sobre os ativos	$\frac{EBIT}{AtivoTotal}$	Refinitiv Eikon®	Eccles et al. (2014), Velte (2017).
<b>Variáveis independentes – Práticas <i>Environmental, Social, Governance</i> (ESG)</b>				
$ESG_{it}$	ESG	0 a 100: pontuação dos 3 índices combinados		Godfrey et al. (2009), Eccles et al. (2014), Del Bosco and Misani (2016).
$GC_{it}$	Governança Corporativa	0 a 100: pontuação das práticas de governança corporativa	Refinitiv Eikon®	Tarmuji et al. (2016), Bassen e Kovacs (2020).
$SO_{it}$	Social	0 a 100: pontuação de práticas sociais		Pletsch et al. (2015), Shakil et al. (2019).
$EN_{it}$	Meio Ambiente	0 a 100: pontuação de práticas ambientais		Tarmuji et al. (2016), Liu et al. (2017), Buallay (2019).
<b>Variáveis de Controle</b>				
$MTB_{it}$	<i>Market-to-book</i>	$\frac{Valor\ de\ Mercado}{Valor\ Patrimonial}$		Peiris e Evans (2010).
$LEV_{it}$	Alavancagem	$\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	Refinitiv Eikon®	Velte (2017).
$SIZE_{it}$	Tamanho da empresa	Logaritmo do ativo total.		Eccles et al. (2014).
$RT_{it}$	Retorno normal da ação	$P_{i,t} - P_{i,t-1} / P_{i,t-1}$		Malta e Camargos (2016).
<b>Variável moderadora – Liberdade Econômica</b>				
$EFI_{it}$	Índice de Liberdade Econômica	De 0 a 100: onde 0 é menos liberal, e 100 é mais liberal.	The Heritage Foundation	Sambharya e Rasheed (2015).

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).

Embora os profissionais de investimento se concentrem cada vez mais nos impactos das questões ESG, a maioria dos estudos examina esses fatores e os retornos do portfólio. Peiris e Evans (2010) analisaram a influência no aumento dos preços das ações e no desempenho operacional de empresas listadas nos EUA. Usando uma estrutura multifatorial, eles forneceram evidências de uma relação positiva e significativa entre critérios específicos de classificação ESG e medidas de retorno sobre ativos (ROA) e *market-to-book* (MTB). A Tabela 2 mostra todas as variáveis utilizadas nesse estudo.

Em relação às variáveis de controle, a literatura sobre a relação entre práticas ESG e a rentabilidade foi considerada como base, assim, foram controladas características observáveis da empresa que podem afetar seu desempenho. Nesse sentido, com base na pesquisa de Peiris e Evans (2010), Eccles et al. (2014), Malta e Camargos (2016), Velte (2017), Buallay (2019) para a escolha das variáveis de controle, utilizou-se *market-to-book* ( $MTB_{it}$ ), a alavancagem ( $LEV_{it}$ ), o tamanho ( $SIZE_{it}$ ) e o retorno normal da ação ( $RT_{it}$ ).

Para a estimação dos modelos, foram utilizados modelos de regressão multinível para dados em painel, pois se entende que essa modelagem permite considerar estruturas de dados aninhadas que “permitem que sejam identificadas e analisadas as heterogeneidades individuais e entre grupos a que pertencem esses indivíduos, tornando possível a especificação de componentes aleatórios em cada nível da análise” (Fávero & Belfiore, 2017, p. 855-856).

Neste trabalho, foram utilizados modelos hierárquicos lineares de três níveis com medidas repetidas, também chamados de HLM3, onde há segmentação de dois níveis para o conjunto de dados e ainda há uma evolução temporal. O primeiro nível para caracterização do modelo são as empresas (organizações), e o segundo nível foi definido por critérios do país onde a empresa está localizada.

A composição do modelo é baseada na lógica definida por Raudenbush e Bryk (2002) e Fávero e Belfiore (2017, p. 864), onde há um modelo geral com 3 níveis de análise, com dados aninhados. Portanto, o primeiro nível apresenta as variáveis explicativas  $Z_1, \dots, Z_p$  referentes às unidades  $i$  ( $i = 1, \dots, n$ ) do nível 1, o segundo nível, as variáveis explicativas  $X_1, \dots, X_Q$  referente às unidades  $j$  ( $j = 1, \dots, J$ ) do nível 2, e no terceiro nível, as variáveis explicativas  $W_1, \dots, W_S$  referentes às unidades  $k$  ( $k = 1, \dots, K$ ) de nível 3.

A estrutura do modelo final, com interceptos aleatórios e inclinações, seguiu o procedimento da estratégia *step-up*, onde começou com o modelo incondicional (modelo nulo), evoluiu para o modelo apenas com interceptos aleatórios e, por fim, o modelo completo, conforme recomendado pela literatura (Raudenbush & Bryk, 2002; Snijders & Bosker, 2011; Fávero & Belfiore, 2017). A evolução do modelo foi testada pelo *likelihood-ratio test* (teste LR) e as estimativas dos modelos foram calculadas pela máxima verossimilhança restrita. As expressões de cada nível e a expressão final são dadas por:

Equação do nível 1:

$$Y_{ijk} = \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{ijk}$$

Equação do nível 2:

$$\pi_{0jk} = b_{00k} + b_{01k} \cdot X_{jk} + r_{0jk}$$

$$\pi_{1jk} = b_{10k} + b_{11k} \cdot X_{jk} + r_{1jk}$$

Equação do nível 3:

$$b_{00k} = \gamma_{000} + \gamma_{001} \cdot W_k + u_{00k}$$

$$b_{01k} = \gamma_{010} + \gamma_{011} \cdot W_k + u_{01k}$$

$$b_{10k} = \gamma_{100} + \gamma_{101} \cdot W_k + u_{10k}$$

$$b_{11k} = \gamma_{110} + \gamma_{111} \cdot W_k + u_{11k}$$

A expressão formada pelas duas composições do modelo é dada por:

$$Y_{tjk} = \Gamma + Z + e_{tjk}$$

Onde  $\Gamma$  é o intercepto com efeitos aleatórios, e  $Z$  é a inclinação com efeitos aleatórios. Reescrevendo a equação tem-se que:

$$Y_{tjk} = (\gamma_{000} + \gamma_{001} \cdot W_k + \gamma_{010} \cdot X_{jk} + \gamma_{011} \cdot W_k \cdot X_{jk} + u_{00k} + u_{01k} \cdot X_{jk} + r_{0jk}) \\ + (\gamma_{100} + \gamma_{101} \cdot W_k + \gamma_{110} \cdot X_{jk} + \gamma_{111} \cdot W_k \cdot X_{jk} + u_{10k} + u_{11k} \cdot X_{jk} + r_{1jk}) \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk}$$

Onde  $\lambda$  representa o período,  $\gamma_{000}$  é intercepto geral (o valor esperado da variável dependente no início quando  $X$  e  $W = 0$ ),  $\gamma_{001}$  é a alteração no intercepto (o incremento no valor esperado da variável dependente no início para uma específica unidade  $j$  de nível 2, que está contida em uma unidade  $k$  de nível 3 quando há alteração unitária na característica  $W$  de  $k$ ),  $\gamma_{010}$  é o incremento no valor esperado da variável dependente para uma unidade  $jk$  quando há mudança em  $X$  de  $j$ ,  $\gamma_{011}$  é o incremento no valor esperado da variável dependente quando há alteração no produto  $W \cdot X$ ,  $u_{00k}$  e  $u_{01k}$  são os termos de erro que mostram a presença de aleatoriedade nos interceptos,  $u_{10k}$  e  $u_{11k}$  são os termos de erro que mostram a presença de aleatoriedade nas inclinações, onde  $u_{11k}$  incide também sobre as variações na variável  $X$  (Fávero & Belfiore, 2017).

A partir desse momento, para facilitar a visualização das expressões matemáticas, estabelece-se o vetor  $\delta_{jk}$ , que será representado pelo conjunto das variáveis de controle inseridas no modelo, conforme foram detalhadas na Tabela 3. Assim, tem-se que:

$$\delta_{jk} = MTB_{jk} + LEV_{jk} + SIZE_{jk} + RT_{jk}$$

Portanto, as expressões utilizadas para análise conforme as hipóteses propostas na subseção anterior são deduzidas por:

$$\begin{aligned} ROA_{tjk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \\ \pi_{0jk} &= b_{00k} + b_{01k} \cdot (ESG_{jk} + \delta_{jk}) + r_{0jk} \\ \pi_{1jk} &= b_{10k} + b_{11k} \cdot (ESG_{jk} + \delta_{jk}) + r_{1jk} \\ b_{00k} &= \delta_{000} + u_{00k} \\ b_{01k} &= \gamma_{010} \\ b_{10k} &= \gamma_{100} + u_{10k} \\ b_{11k} &= \gamma_{110} \end{aligned}$$

Logo, tem-se que:

$$ROA_{tjk} = \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{010} \cdot (ESG_{jk} + \delta_{jk}) + \gamma_{110} \cdot (ESG_{jk} + \delta_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \lambda_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \quad (1)$$

A equação acima (1) refere-se à análise direta, em que a variável dependente é o retorno sobre os ativos ( $ROA_{tjk}$ ), e a variável independente é o índice ESG. Na sequência, a equação (2) mantém a análise direta, mas também reconhece o efeito da liberdade econômica (EFI), como sua interação com a variável ESG. Assim, é dada por:

$$\begin{aligned} ROA_{tjk} &= \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{010} \cdot (ESG_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) + \gamma_{010} \cdot (ESG_{jk} \cdot EFI_{jk}) + \\ &\gamma_{110} \cdot (ESG_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{110} \cdot (ESG_{jk} \cdot EFI_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \lambda_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \end{aligned} \quad (2)$$

A equação (3) mantém a variável dependente e utiliza como variáveis independentes as práticas de governança ( $GC_{jk}$ ), social ( $SO_{jk}$ ) e meio ambiente ( $EN_{jk}$ ), os quais possuem valores respectivos conforme a segmentação dos scores ESG. Ela é dada por:

$$\begin{aligned} ROA_{tjk} &= \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{010} \cdot (GC_{jk} + SO_{jk} + EN_{jk} + \delta_{jk}) \\ &+ \gamma_{110} \cdot (GC_{jk} + SO_{jk} + EN_{jk} + \delta_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \lambda_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \end{aligned} \quad (3)$$

Destaca-se que, diferentemente da expressão acima, a próxima equação (4) reconhece o efeito direto da liberdade econômica, bem como sua interação apenas com a variável Governança Corporativa. Ela é dada por:

$$\begin{aligned} ROA_{tjk} &= \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{010} \cdot (GC_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) + \gamma_{010} \cdot (GC_{jk} \cdot EFI_{jk}) \\ &+ \gamma_{110} \cdot (GC_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{110} \cdot (GC_{jk} \cdot EFI_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \lambda_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \end{aligned} \quad (4)$$

Da mesma forma, a equação (5) testa o efeito direto da liberdade econômica e sua interação com a variável social, e a equação 6 realiza o mesmo teste interagindo com a variável ambiente. Elas são dadas por:

$$\begin{aligned} ROA_{tjk} &= \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{010} \cdot (SO_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) + \gamma_{010} \cdot (SO_{jk} \cdot EFI_{jk}) + \\ &\gamma_{110} \cdot (SO_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{110} \cdot (SO_{jk} \cdot EFI_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \lambda_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} ROA_{tjk} &= \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{010} \cdot (EN_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) + \gamma_{010} \cdot (EN_{jk} \cdot EFI_{jk}) + \\ &\gamma_{110} \cdot (EN_{jk} + EFI_{jk} + \delta_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + \gamma_{110} \cdot (EN_{jk} \cdot EFI_{jk}) \cdot \lambda_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \lambda_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \lambda_{jk} + e_{tjk} \end{aligned} \quad (6)$$

Esta seção é proposta para a descrição, análise e interpretação dos resultados. O software STATA® MP 14.0 foi utilizado para obter estatísticas descritivas, teste de heterocedasticidade, fator de inflação de variância (VIF) e resultados de regressão usando dados em painel. Após a coleta dos dados e seu tratamento, foram tabuladas estatísticas descritivas para mostrar a composição da amostra. Assim, a Tabela 3 apresenta, por ano, as estatísticas descritivas das variáveis, exibindo a evolução de suas médias e desvios-padrão (DP).

A rentabilidade (mensurada pelo ROA) e a liberdade econômica apresentaram tendência de crescimento entre 2017 e 2019, seguida de queda em 2020. Todas as variáveis que representam práticas ESG apresentaram médias crescentes ao longo dos anos, onde o fator ambiental (*EN*) foi responsável pela maior variação no desempenho (5,651). A seguir, a Tabela 4 consolida os seguintes dados estatísticos:

**Tabela 3***Estatísticas descritivas das variáveis por ano*

Variável	2017		2018		2019		2020	
	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP
$ROA_{it}$	0,026	0,058	0,027	0,059	0,028	0,05	0,019	0,055
$ESG_{it}$	36,456	16,335	36,889	16,675	38,465	16,98	41,073	17,441
$GC_{it}$	44,786	21,916	45,535	21,628	47,224	21,366	48,915	21,167
$SO_{it}$	38,82	17,573	39,063	18,327	40,339	18,553	43,527	19,114
$EN_{it}$	10,726	22,971	11,591	23,168	13,480	24,359	16,377	25,488
$MTB_{it}$	0,561	1,213	0,516	1,593	0,571	1,627	0,566	1,785
$LEV_{it}$	0,811	0,221	0,8	0,197	0,803	0,165	0,81	0,161
$SIZE_{it}$	24,262	1,846	24,498	1,8	24,624	1,79	24,993	1,787
$RT_{it}$	0,152	0,285	0,006	0,244	0,2663	0,274	0,212	0,435
$EFI_{it}$	74,132	4,918	74,57	4,984	75,492	5,196	75,484	4,821

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).

**Tabela 4***Estatística descritiva das variáveis*

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
$ROA_{it}$	0,025	0,056	-0,322	0,87	1.772
$ESG_{it}$	38,253	16,954	2,117	93,527	1.748
$GC_{it}$	46,649	21,554	0,239	96,809	1.748
$SO_{it}$	40,467	18,495	0,632	95,565	1.748
$EN_{it}$	13,086	24,113	0	95,569	1.748
$MTB_{it}$	0,553	1,568	0	27,409	1.772
$LEV_{it}$	0,806	0,189	-1,373	3,462	1.772
$SIZE_{it}$	24,594	1,824	17,828	30,661	1.772
$RT_{it}$	0,16	0,333	-0,768	3,129	1.749
$EFI_{it}$	74,92	5,013	50,4	78,5	1.780

**Fonte:** Elaborado pelos autores (2023).

A pontuação ESG média das instituições financeiras nas Américas é de 38,25%, e isso mostra um desempenho ESG menor do que o dos bancos americanos, que, de acordo com um estudo de Shakil et al. (2019), apresentou desempenhos médios de 52,13%. No entanto, o valor ESG médio dessa amostra é superior ao dos europeus, que tiveram uma média de 34,5% (Buallay, 2019).

As práticas ambientais (EN), sociais (SO) e de governança (GC) apresentam, respectivamente, pontuações médias de 13,09%, 40,47% e 46,65%. Ao comparar esses valores com as médias dos bancos europeus em Buallay (2019), apenas a variável social teve melhor desempenho. A rentabilidade apresentou um retorno médio dos ativos de 0,025, sendo um valor inferior ao reportado pelos bancos europeus de 0,111 (Buallay, 2019). Por fim, a Tabela 5 conclui a análise descritiva considerando os países pesquisados.

Enquanto o Brasil foi responsável pelas maiores médias nas variáveis sociais (64,39%), ambientais (45,37%), ESG (57,47%) e rentabilidade (0,065), a Argentina teve a maior média na governança corporativa (59,36%). No entanto, os EUA tiveram as médias mais baixas para práticas sociais (37,88%), ambientais (9%) e ESG (36,24%), e os países com as médias mais baixas em governança e desempenho, respectivamente, foram Colômbia (43,18%) e Chile (0,01%).

A partir da análise de regressão, primeiramente, os pressupostos para a regressão foram testados e foram devidamente atendidos. Utilizando as equações 1 a 6 e análise multivariada, foram elaboradas as tabelas 6 a 8 com a separação dos efeitos fixos, efeitos aleatórios, coeficiente de correlação intraclasse (ICC) e componentes do teste LR.

Segundo Maas e Hox (2004), os métodos de máxima verossimilhança são assintóticos e são mais adequados para grandes amostras. Em estudos nos quais o processo de amostragem e agrupamento é frequentemente utilizado, os resultados podem ser enviesados. Conforme mostrado por Van der Leeden et al. (1997), Browne e Daper (2000), os coeficientes de regressão são “estimados sem viés enquanto seus erros-padrão tendem a ser enviesados para baixo com tamanhos de amostra pequenos no nível do grupo. Os componentes de variância são mais suscetíveis ao viés; eles tendem a ser estimados demasiadamente pequenos com erros-padrão que também podem ser fortemente enviesados para baixo com tamanhos de amostra pequenos no nível de grupo” (Verbeek, 2000; Haas & Cox, 2004, p. 128-129, tradução nossa).

Em tal cenário, onde os resultados de erros-padrão assintóticos diferem do método de máxima verossimilhança, pode haver um problema de especificação incorreta (Raudenbush & Bryk, 2002). No entanto, quando os resultados de erros robustos são semelhantes aos resultados do método de

**Tabela 5**

*Estatística descritiva das principais variáveis por países*

Variáveis/ Países	SO		EN		GC		ESG		ROA	
	Méd.	Obs.	Méd.	Obs.	Méd.	Obs.	Méd.	Obs.	Méd.	Obs.
Argentina	50,70	25	24,57	25	59,36	25	50,39	25	0,024	28
Brasil	64,39	43	45,37	43	52,45	43	57,47	43	0,065	44
Canadá	57,21	112	39,17	112	44,14	112	49,51	112	0,021	112
Chile	44,71	28	26,32	28	49,29	28	43,46	28	0,01	28
Colômbia	54,02	27	41,39	27	43,18	27	47,95	27	0,025	28
EUA	37,88	1.485	9,015	1.485	46,40	1.485	36,24	1.485	0,024	1.504
México	47,51	28	24,28	28	50,31	28	45,04	28	0,049	28

**Notas:** SO: Social; EN: Meio ambiente; GC: Governança Corporativa; ESG: *Environmental, Social, Governance*; ROA: Retorno sobre os ativos; Méd.: Média; Obs.: Observações.

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).



máxima verossimilhança, com pouca discrepância, pode-se entender que o modelo está ajustado (Hass & Cox, 2004).

Portanto, como os dados deste trabalho dependem de amostragem e existem alguns casos de poucas observações, foram simulados os dois cenários: máxima verossimilhança e erros-padrão robustos. Não houve diferenças entre esses resultados. Portanto, os resultados de máxima verossimilhança são apresentados a seguir, nas tabelas 6 a 8.

A Tabela 6 investiga a relação direta de ESG na lucratividade através da equação 1, e o efeito moderador da liberdade econômica através da equação 2. O primeiro resultado indica que as práticas ESG impactam positiva e significativamente a lucratividade no nível de 10% (suportando H1), conforme relatado por Buallay (2019). Ademais, a regressão da equação 2 permite observar a moderação da liberdade econômica sobre a influência entre as práticas ESG e o ROA das empresas. O resultado da interação entre as variáveis dependentes, independentes, moderadoras e a interação entre elas, de acordo com os coeficientes da equação 2, pode ser visto na Figura 2.

**Tabela 6**

*Regressões das equações 1 e 2*

Variáveis independentes	Equação 1		Equação 2	
	Coefficiente	Estatística z	Coefficiente	Estatística z
<b>Nível 1</b>				
Intercepto	0,13158***	3,56	0,271405***	4,25
SIZE	-0,003613**	-2,14	-0,0038**	-2,25
LEV	-0,039928***	-3,11	-0,04011***	-3,12
MTB	0,02786***	13,61	0,02756***	13,45
RT	-0,031168***	-4,95	-0,03082***	-4,87
ESG	0,000294*	1,87	-0,00205**	-2,22
<b>Nível 2</b>				
EFI			-0,00189***	-2,71
ESG x EFI			0,000033***	2,56
<b>Nível 3</b>				
Varição temporal (l)	-0,011798**	-1,14	0,0032961	0,15
<b>Efeitos aleatórios</b>				
	<b>Variância estimada</b>	<b>Erro-padrão</b>	<b>Variância estimada</b>	<b>Erro-padrão</b>
<b>Nível 1</b>				
Empresa	1,1332E-3	1,033E-4	1,1048E-3	–
Varição temporal (l)	1,84E-5	8,64E-6	1,77E-5	–
<b>Nível 2</b>				
País	1,28E-5	0,00005	6,6E-21	–
Varição temporal (l)	3,76E-15	8,28E-14	1,62E-20	–
<b>Coefficiente de correlação intraclasses</b>				
	<b>ICC</b>	<b>Erro-padrão</b>	<b>ICC</b>	<b>Erro-padrão</b>
Nível 1 (empresa)	0,6332669	0,0271829	0,66235948	0
Nível 2 (país)	0,0070683	0,0274493	3,78E-18	0
<b>Teste de verificabilidade</b>				
	<b>Qui-quadrado</b>	<b>p-valor</b>	<b>Qui-quadrado</b>	<b>p-valor</b>
Teste LR (HLM3 x Linear)	738,17	0,0001	712,7	0,0001

**Nota:** Esta tabela mostra regressões para ESG e EFI. Variável dependente: ROA. \*\*\*, \*\* e \* denotam significância nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).

**Tabela 7**  
Regressão das Equações 3 e 4

Variáveis independentes	Equação 3		Equação 4	
Efeitos fixos	Coefficiente	Estatística z	Coefficiente	Estatística z
<b>Nível 1</b>				
Intercepto	0,160115***	3,96	0,257531***	4,05
SIZE	-0,0050176***	-2,79	-0,001954	-1,35
LEV	-0,0373336***	-2,9	-0,041854***	-3,27
MTB	0,0271711***	13,21	0,028433***	14,22
RT	-0,0314711***	-5,01	-0,030477***	-4,81
SO	0,0003403*	1,91		
EN	0,0001166	0,78		
GC	-0,0000303	-0,31	-0,00235***	-2,64
<b>Nível 2</b>				
EFI			-0,002144***	-2,95
GC x EFI			0,0000324***	2,69
<b>Nível 3</b>				
Variação temporal (l)	-0,0253754**	-2,22	0,0041358	0,31
Efeitos aleatórios	Variância estimada	Erro-padrão	Variância estimada	Erro-padrão
<b>Nível 1</b>				
Empresa	0,001136	1,1016E-4	0,001115	–
Variação temporal (l)	1,91E-5	7,93E-6	1,77E-5	–
<b>Nível 2</b>				
País	7,10E-12	–	6,55E-20	–
Variação temporal (l)	2,34E-6	4,58E-6	1,03E-19	–
Coefficiente de correlação intraclasses	ICC	Erro-padrão	ICC	Erro-padrão
Nível 1 (empresa)	0,633278	0,238423	0,6259821	0
Nível 2 (país)	3,96E-9	0	3,68E-17	0
Teste de verificabilidade	Qui-quadrado	p-valor	Qui-quadrado	p-valor
Teste LR (HLM3 x Linear)	729,57	0,0001	722,68	0,0001

**Nota:** Esta tabela mostra regressões para pontuações individuais de ESG (ambiental, social e governança) e EFI. Variável dependente: ROA. \*\*\*, \*\* e \* denotam significância nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).

Conforme mostrado na Figura 2, observa-se que empresas com melhores práticas ESG possuem, em média, maior ROA e que um maior nível de liberdade econômica potencializa esse benefício. Essa diferença é estatisticamente significativa ao nível de 5%, conforme mostrado na Tabela 6.

A equação 3, apresentada na Tabela 7, demonstra que, dentre os pilares ESG individualizados, apenas as práticas sociais influenciam positiva e significativamente, em nível de 10%, a lucratividade das empresas financeiras nas Américas. A falta de significância para a variável ambiental (EN) é consistente com estudos empíricos anteriores (Tarmuji et al., 2016; Buallay, 2019), onde o ambiente não influenciou significativamente o ROA.

Em relação à moderação da liberdade econômica sobre a variável de governança, os resultados foram estatisticamente significativos ao nível de 1%, conforme os resultados da equação 4,

Tabela 8

Regressão das equações 5 e 6

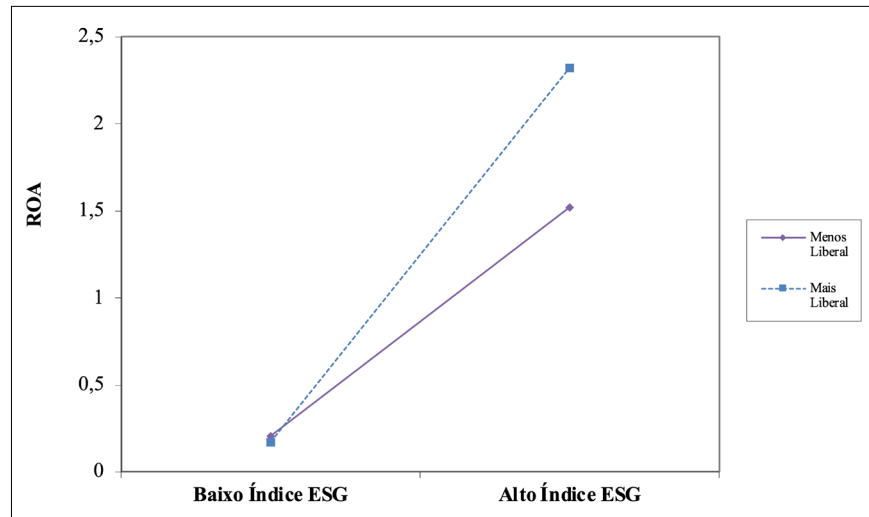
Variáveis independentes	Equação 5		Equação 6	
Efeitos fixos	Coefficiente	Estatística z	Coefficiente	Estatística z
<b>Nível 1</b>				
Intercepto	0,247746***	4,13	0,214722	3,96
SIZE	-0,004836***	-2,93	-0,004427**	-2,54
LEV	-0,03759***	-2,92	-0,039737***	-3,1
MTB	0,026968***	13,19	0,027685***	13,72
RT	-0,031026***	-4,91	-0,031906***	-5,06
SO	-0,0009905	-1,3		
EN			-0,0007738	-1,13
<b>Nível 2</b>				
EFI	-0,001332**	-2,08	-0,0007821	-1,51
SO x EFI	0,0000201*	1,91		
EN x EFI			1,44E-5***	1,55
<b>Nível 3</b>				
Variação temporal (l)	-0,004431	-0,31	-0,0130413	-0,91
Efeitos aleatórios	Variância estimada	Erro-padrão	Variância estimada	Erro-padrão
<b>Nível 1</b>				
Empresa	0,0011084	9,95E-5	0,0011236	–
Variação temporal (l)	1,85E-4	7,84E-6	1,94E-5	–
<b>Nível 2</b>				
País	13,24E-22	–	1,82E-18	–
Variação temporal (l)	1,78E-21	2,08E-18	2,63E-20	–
Coefficiente de correlação intraclasses	ICC	Erro-padrão	ICC	Erro-padrão
Nível 1 (empresa)	0,6259464	0,240505	0,630331	0
Nível 2 (país)	1,83E-19	0	1,02E-15	0
Teste de verificabilidade	Qui-quadrado	p-valor	Qui-quadrado	p-valor
Teste LR (HLM3 x Linear)	713,98	0,0001	722,55	0,0001

**Nota:** Esta tabela mostra regressões para pontuações individuais de ESG (ambiental e social) e EFI. Variável dependente: ROA. \*\*\*, \*\* e \* denotam significância nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).

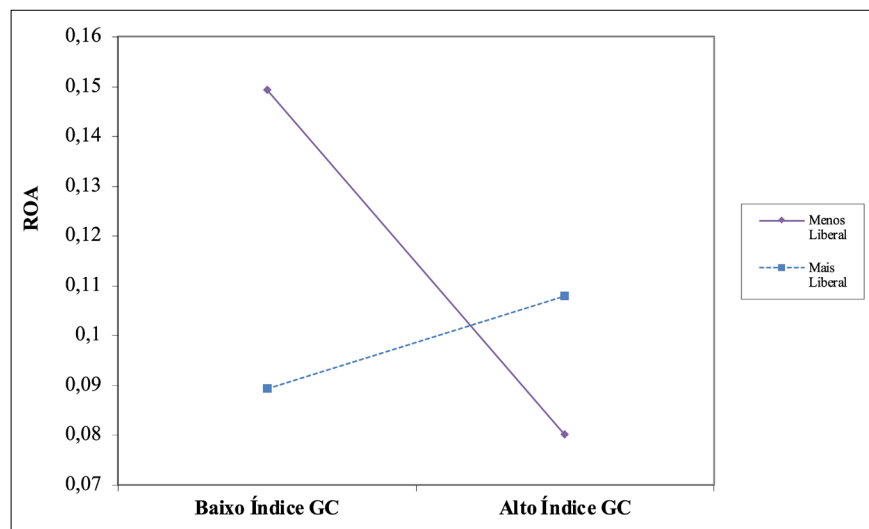
apresentados na Tabela 7. Entretanto, apesar do que foi observado nos resultados da equação 2, a liberdade econômica pode reverter a influência da variável moderada (*GC*) na variável dependente (*ROA*). Por meio dos coeficientes, observa-se que para níveis mais baixos de liberdade econômica, a variável *GC* tem uma relação negativa, significando que, em países menos liberais, quanto maiores as práticas de governança corporativa, menor o *ROA* das empresas, em média. No entanto, para países com maior grau de liberdade econômica, o aumento da variável *GC* é benéfico para o crescimento do *ROA*, de acordo com as estimativas do modelo. A moderação da relação de liberdade econômica proposta na hipótese  $H5_a$  é mostrada abaixo, na Figura 3.

Por meio da Figura 3 é possível perceber que a moderação da liberdade econômica pode reverter a relação e a influência da governança corporativa sobre a lucratividade das empresas,



**Figura 2.** Moderação da liberdade econômica sobre ROA e índice ESG

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).



**Figura 3.** Moderação da liberdade econômica sobre ROA e índice GC

**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).

medida pelo ROA. Esses resultados parecem mostrar progresso em relação a evidências divergentes anteriores: como Buallay (2019) viu influência negativa, mas Esteban-Sanchez et al. (2017) e Tarmuji et al. (2016) encontraram relação positiva.

Sobre as moderações propostas nas equações 5 e 6, conforme apresentado na Tabela 8, não foi possível detectar simultaneamente diferença estatisticamente significativa entre as variáveis dependentes, moderadas, moderadoras e suas interações. Ao analisar os resultados das variáveis de controle para as 6 equações, destaca-se que apenas o *MTB* apresentou relação positiva e significativa ao nível de 1% com o ROA, enquanto as variáveis *SIZE*, *LEV* e *RT* apresentaram sinais negativos e significativos ao nível de 1%, exceto para a variável *SIZE*, que não apresentou resultado significativo (equação 4) ou significância ao nível de 5% (equações 1, 2 e 6).

Em relação ao coeficiente de correlação intraclasses observado nas tabelas, a correlação entre a rentabilidade das empresas do setor financeiro, para o mesmo país, é inferior a 1%. Esse resultado se deve à grande heterogeneidade das empresas que compuseram a amostra, o que também foi confirmado nas estatísticas descritivas apresentadas nas tabelas 3 e 4. No entanto, a correlação

entre a rentabilidade de uma mesma empresa em determinado país foi de aproximadamente 63%. Ou seja, embora o desempenho seja pouco correlacionado entre os países, ele é moderadamente correlacionado para empresas de um determinado país.

Ainda, ao analisar a significância estatística das variâncias dos coeficientes aleatórios, observa-se que as relações são estatisticamente significativas em quase todos os casos ao nível de 5%. Assim, fica comprovada a necessidade de descartar o uso de um modelo de regressão linear tradicional, pois o teste LR em todos os modelos rejeitou a hipótese nula ( $H_0: u_{00k} = r_{0jk} = 0$ ), como destacado por Fávero e Belfiore (2017).

Portanto, ao analisar todas as hipóteses propostas na seção 2, ilustradas na Figura 1, podem ser confirmadas as seguintes hipóteses: H1, pois há uma relação positiva entre práticas ESG e rentabilidade (conforme equação 1); H3, pois existe uma relação positiva entre as práticas sociais do setor financeiro e sua rentabilidade (indicador da equação 3); H5<sub>a</sub> e H5<sub>d</sub>, pois foi observada a moderação da liberdade econômica, respectivamente, nas variáveis *ESG* e *GC* (atribuídas a partir das equações 2 e 4, respectivamente). As demais hipóteses (H2, H4, H5<sub>b</sub> e H5<sub>c</sub>) não puderam ser confirmadas com base nos resultados encontrados.

Como dito anteriormente, as hipóteses H2 e H5<sub>b</sub> não puderam ser confirmadas, e esses resultados estão relacionados à variável ambiental, não sendo possível encontrar nenhuma relação estatisticamente significativa entre as práticas ambientais e a rentabilidade das empresas. Isso pode ser um problema relacionado à amostra disponível no banco de dados Refinitiv Eikon®, onde muitas empresas publicam suas pontuações ESG, mas pontuam valor zero para essa variável (que não são valores ausentes).

Em relação às práticas de governança corporativa, não foi possível encontrar relação entre o ROA das empresas e suas práticas relacionadas a esse índice. Portanto, a hipótese H4 não pôde ser confirmada. No entanto, ao adicionar a moderação da liberdade econômica na regressão, foi possível ver com mais clareza: as práticas de governança em países mais liberais tendem a influenciar positivamente o ROA das empresas, mas em países menos liberais, quanto maior o valor da variável *GC*, menor foi o ROA. Isso indica que a liberdade econômica pode reverter a relação entre a variável independente (*GC*) e a variável dependente (*ROA*).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste trabalho foi verificar o impacto das práticas ESG na rentabilidade das empresas financeiras nas Américas, assim como o efeito moderador da liberdade econômica sobre essa relação. Por meio de dados secundários, foram coletadas informações que retratavam os dados ESG e as informações financeiras para o cálculo das variáveis estudadas. Ao longo do trabalho, sete países foram estudados, três da América do Norte e quatro da América do Sul, em um período de tempo entre 2017 e 2020. Assim como Buallay (2019), os resultados deste trabalho esperam aumentar a influência do setor financeiro e a sustentabilidade dos bancos que podem afetar o desenvolvimento sustentável da América Latina.

A análise dos dados foi realizada por meio de modelos de regressão multinível para dados em painel com componentes de efeito fixo e efeito aleatório. Por meio de 6 equações, o estudo revela que as práticas ESG impactam positiva e significativamente a rentabilidade. Individualmente, apenas a variável social apresentou relação positiva e significativa com a rentabilidade. Quanto ao efeito moderador da liberdade econômica, os resultados mostram que, em conjunto, a liberdade econômica potencializa a relação entre ESG e rentabilidade e, individualmente, a liberdade econômica potencializa a relação entre governança corporativa e rentabilidade.

Esses resultados implicam que a qualidade institucional da estrutura governamental de um país, medida neste estudo por meio do Índice de Liberdade Econômica (EFI), tem uma grande influência nas práticas ESG e na rentabilidade que uma nação pode alcançar ao longo dos anos. Além disso, os resultados revelam que, embora as práticas de governança corporativa não tenham por si só uma relação significativa com a rentabilidade, esse resultado muda quando se reconhece a moderação da liberdade econômica, e isso permite inferir que, em países mais liberais, a transparência corporativa e a divulgação estão intimamente relacionadas à rentabilidade.

Parece que a adição da relação de moderação da liberdade econômica à análise entre rentabilidade e governança corporativa explica resultados divergentes encontrados em estudos anteriores. No que diz respeito à qualidade institucional das instituições governamentais, é fundamental incitar reformas que reduzam a discricionariedade nas áreas da administração pública, como diminuir o número de regras, processos ou regulamentos redundantes. Como visto nos resultados do estudo, países mais liberais estão relacionados a um melhor índice ROA ao visualizar empresas com índices ESG mais altos. Conforme afirma Graafland (2019), onde há mais gastos governamentais percebe-se que as empresas têm menos liberdade para gerir à sua maneira.

Os resultados deste estudo não devem ser simplificados, pois a população é pequena e abrange poucos países em um único continente. Estudos futuros são incentivados a usarem diferentes fontes de dados, amostras maiores, estimativas com outros métodos econométricos, com períodos diferentes, mais países e outros índices que possam medir a liberdade econômica. Além disso, sugere-se que a análise pudesse ser replicada apenas com as empresas localizadas nos Estados Unidos, onde o processo de agrupamento poderia ser indexado aos estados americanos, com variáveis de controle relacionadas às preferências políticas (com o objetivo de melhor analisar a influência da liberdade econômica).

## REFERÊNCIAS

- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, 29(2), 182-194. <http://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Bassen, A., & Kovács, A. M. (2020). Environmental, social and governance key performance indicators from a capital market perspective. In T. Beschorner, A. Brink, B. Hollstein, M. C. Hübscher & O. Schumann (Eds.), *Wirtschafts-und Unternehmensethik* (pp. 809-820). Springer. [http://doi.org/10.1007/978-3-658-16205-4\\_66](http://doi.org/10.1007/978-3-658-16205-4_66)
- BCB - Central Bank of Brazil. (2021). *Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas*. Banco Central do Brasil.
- Blau, B. (2017). Economic freedom and crashes in financial markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 47, 33-46. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.11.010>
- Browne, W. J., & D. Draper (2000). Implementation and performance issues in the Bayesian and likelihood fitting of multilevel models. *Computational Statistics*, 15, 391-420. <http://doi.org/10.1007/s001800000041>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality*, 30(1), 98-115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Buallay, A. M. (2020). *The Level of Sustainability Reporting and Its Impact on Firm Performance: The Moderating Role of a Country's Sustainability Reporting Law* [PhD Thesis, Brunel University London].



- Cannella, A. A., Park, J. H., & Lee, H. U. (2008). Top Management Team Functional Background Diversity and Firm Performance: Examining the Roles of Team Member Colocation and Environmental Uncertainty. *Academy of Management Journal*, 51(4), 768–784. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.33665310>
- Castillo-Merino, D., & Rodríguez-Pérez, G. (2021). The Effects of Legal Origin and Corporate Governance on Financial Firms' Sustainability Performance. *Sustainability*, 13(15), 8233. <http://doi.org/10.3390/su13158233>
- Chen, C. R., & Sophie Huang, Y. (2009). Economic freedom, equity performance and market volatility. *International Journal of Accounting & Information Management*, 17(2), 189-197. <https://doi.org/10.1108/18347640911001221>
- Christmann, P., & Taylor, G. (2001). Globalization and the environment: Determinants of firm self-regulation in China. *Journal of International Business Studies*, 32, 439–459. <http://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490976>
- Cormier, D., & Magnan, M. (2003). Environmental reporting management: a continental European perspective. *Journal of Accounting and public Policy*, 22(1), 43-62. [http://doi.org/10.1016/S0278-4254\(02\)00085-6](http://doi.org/10.1016/S0278-4254(02)00085-6)
- Dah, M., & Jizi, M. (2018). Board independence and the efficacy of social reporting. *Journal of International Accounting Research*, 17(1), 25-45. <http://doi.org/10.2308/jiar-51952>
- Dahlberg, L., & Wiklund, F. (2018). *ESG investing in Nordic countries: an analysis of the shareholder view of creating value* [PhD Thesis, Umeå University].
- De Geer, H., Borglund, T., & Frostenson, M. (2010). Reconciling CER with the role of the corporation in welfare states: the problematic Swedish example. *Journal of Business Ethics*, 89, 269-283. <http://doi.org/10.1007/s10551-010-0393-5>
- Del Bosco, B., & Misani, N. (2016). The effect of cross-listing on the environmental, social, and governance performance of firms. *Journal of World Business*, 51(6), 977-990. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.08.002>
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. C. G. (2005). The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51-63. <http://doi.org/10.2469/faj.v61.n2.2716>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, Forthcoming, 60(1), 2835-3857. <http://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eiadat, Y., Kelly, A., Roche, F., & Eyadat, H. (2008). Green and competitive? An empirical test of the mediating role of environmental innovation strategy. *Journal of World Business*, 43(2), 131-145. <http://doi.org/10.1016/j.jwb.2007.11.012>
- Eisenhardt, K. M. (2015). Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, 2(1). <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v2i1.14>
- Elsayed, K., & Paton, D. (2005). The impact of environmental performance on firm performance: Static and dynamic panel data evidence. *Structural Change and Economic Dynamics Journal*, 16(3), 395–412. <http://doi.org/10.1016/j.strueco.2004.04.004>
- Esteban-Sanchez, P., La Cuesta-Gonzalez, M., & Paredes-Gazquez, J. D. (2017). Corporate Social Performance and its relation with Corporate Financial Performance: International evidence in the banking industry. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1102–1110. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.127>

- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017) *Manual de análise de dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. (1st ed.). Elsevier.
- Galbreath, J. (2013). ESG in focus: The Australian evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529–541. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- Graafland, J. (2019). Economic freedom and corporate environmental responsibility: The role of small government and freedom from government regulation. *Journal of Cleaner Production*, 218, 250–258. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.01.308>
- Gün, G. (2019). *Does economic freedom help or hurt the emerging markets? The moderating effect of economic freedom on the corporate governance - financial performance relationship: a cross-country study* [Tese de Doutorado, Middle East Technical University].
- Gwartney, J., & Lawson, R. (2003). The concept and measurement of economic freedom. *European Journal of Political Economy*, 19(3), 405-430. [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(03\)00007-7](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(03)00007-7)
- Hamilton, J. (1995). Pollution as news: media and stock market reactions to the toxic release inventory data. *Journal of Environmental Economics and Management*, 28(1), 98-113. <https://doi.org/10.1006/jeem.1995.1007>
- Hartmann, J., & Uhlenbruck, K. (2015). National institutional antecedents to corporate environmental performance. *Journal of World Business*, 50(4), 729-741. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2015.02.001>
- Ingram, P., & Clay, K. (2000). The choice-within-constraints new institutionalism and implications for sociology. *Annual Review of Sociology*, 26, 525-546. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.26.1.525>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard Business School research working paper*, 11-100. <https://ssrn.com/abstract=1799589>
- Jackson, G., & Apostolakou, A. (2010). Corporate social responsibility in Western Europe: an institutional mirror or substitute? *Journal of Business Ethics*, 94, 371-394. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0269-8>
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., Noronha, G. (2012). Limits on Convergence in International Corporate Governance Practices. *Advances in Financial Economics*, 10, 15-58. [https://doi.org/10.1108/S1569-3732\(2012\)0000015004](https://doi.org/10.1108/S1569-3732(2012)0000015004)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: Comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 87–125. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200013>
- Kinderman, D. (2012). Free us up so I can be responsible. The co-evolution of corporate social responsibility and neo-liberalism in the UK, 1977-2010. *Socio Economic Review*, 10(1), 29-57. <https://doi.org/10.1093/ser/mwr028>
- Liao, M. Y. S. (2018). International Evidence on Economic Freedom, Governance, and Firm Performance. In *International Corporate Governance and Regulation*, 85-103. <https://doi.org/10.1108/S1569-373220180000020004>
- Liu, Y. S., Zhou, X., Yang, J. H., & Hoepner, A. G. (2017). Corporate carbon emissions and financial performance: does carbon disclosure mediate the relationship in the UK? *SSRN*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2941123>

- Maas, C. J. M., & Hox, J. J. (2004). Robustness issues in multilevel regression analysis. *Statistica Neerlandica*, 58(2), 127–137. <https://doi.org/10.1046/j.0039-0402.2003.00252.x>
- Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419–438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- Malta, T. L., & Camargos, M. A. de. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE - Revista de Gestão*, 23(1), 52-62. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2015.09.001>
- Melinda, A., & Wardhani, R. (2020). The Effect of Environmental, Social, Governance, and Controversies on Firms' Value: Evidence from Asia. *Advanced Issues in the Economics of Emerging Markets (International Symposia in Economic Theory and Econometrics)*, 27, 147-173. <https://doi.org/10.1108/S1571-038620200000027011>
- Miller, T., Kim, A. B., & Roberts, J. M. (2020). *2020 Index Economic Freedom*. The Heritage Foundation.
- Peiris, D., & Evans, J. (2010). The Relationship Between Environmental Social Governance Factors and U.S. Stock Performance. *The Journal of Investing Fall*, 19(3), 104-112. <https://doi.org/10.3905/joi.2010.19.3.104>
- Pierson, P. (1994). *Dismantling the Welfare State: Reagan, Thatcher, and the Politics of Retrenchment*. Cambridge University Press.
- Pletsch, C. S., Silva, A., & Hein, N. (2015). Responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial-ISE. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 9(2), 53-69.
- Porter, M. E., & Kramer, M.R. (2011). The big idea: creating shared value: how to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review*, 89(1-2), 62-77.
- 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. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.18.2.1>
- Raudenbush, S., & Bryk, A. (2002) *Hierarchical linear models: applications and data analysis methods*. (2nd ed.). Sage Publications.
- Refinitiv. (2020). *Environmental, social and governance (ESG) scores from Refinitiv*. [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf)
- Ryszawska, B. (2016). Sustainability transition needs sustainable finance. *Copernican Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 185-194. <https://doi.org/10.12775/CJFA.2016.011>
- Sambharya, R. B., & Rasheed, A. A. (2015). Does economic freedom in host countries lead to increased foreign direct investment? *Competitiveness Review, Fribourg*, 25(1), 2-24. <https://doi.org/10.1108/CR-05-2013-0047>
- Scapens, R. W. (2006). Understanding management accounting practices: A personal journey. *The British Accounting Review*, 38(1), 1-30. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2005.10.002>
- Scott, W. R. (2013). *Institutions and organizations: Ideas, interests, and identities*. Sage Publications.
- Shakil, M, H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z, H. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality*, 30(6), 1331-1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>

- Shen, C. H., Wu, M. W., Chen, T. H., & Fang, H. (2016). To engage or not to engage in corporate social responsibility: Empirical evidence from global banking sector. *Economic Modelling*, 55, 207-225. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.02.007>
- Soana, M. G. (2011). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics*, 104, 133-148. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0894-x>
- Snijders, T. A. B., & Bosker, R. J. (2011). *Multilevel analysis: an introduction to basic and advanced multilevel modeling* (2nd ed.). Sage Publications.
- Tarmuji, I., Tarmuji, N. H., & Maelah, R. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67-74. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Van der Leeden, R., Busing, F., & Meijer, E. (1997). *Applications of bootstrap methods for two-level models*. Unpublished paper, Multilevel Conference, Amsterdam, 1–2.
- 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>
- Verbeek, M. (2000). *A guide to modern econometrics*. Wiley.
- Wu, M. W., & Shen, C. H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 3529-3547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.023>


#### CONTRIBUIÇÕES DE AUTORIA

LF: conceituação principal, curadoria de dados, análise formal, redação (preparação do rascunho original), revisão e edição de apoio. LM: apoio à curadoria de dados, análise formal, metodologia e software, redação (revisão) e edição.

#### CONFLITO DE INTERESSE

Os autores declaram não haver conflito de interesses.

#### EDITOR-CHEFE

Talles Vianna Brugni 

#### EDITOR ASSOCIADO

Lucas Godeiro 