

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Victor Cepillo

**ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E
DE GOVERNANÇA: EVIDÊNCIAS DO GRUPO BRICS**

Santa Maria, RS
2023

Victor Cepillo

ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA: EVIDÊNCIAS DO GRUPO BRICS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de **Bacharel em Ciências Contábeis**.

Orientadora: Prof.^a Dra. Larissa Degenhart

Santa Maria, RS
2023

Victor Cepillo

ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA: EVIDÊNCIAS DO GRUPO BRICS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de **Bacharel em Ciências Contábeis**.

Aprovado em 16 de novembro de 2023.

Larissa Degenhart, Dr^a (UFSM)
(Orientadora)

Marivane Vestena Rossato, Dr^a (UFSM)
(Membro)

José Alexandre Magrini Pigatto, Dr. (UFSM)
(Membro)

Santa Maria, RS
2023

RESUMO

ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVULGAÇÃO AMBIENTAL, SOCIAL E DE GOVERNANÇA: EVIDÊNCIAS DO GRUPO BRICS

AUTOR: Victor Cepillo

ORIENTADORA: Larissa Degenhart

Esta pesquisa teve por objetivo analisar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança (ESG) de empresas pertencentes ao grupo BRICS. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa (Regressão linear múltipla), no período de 2015 a 2022. A população do estudo compreendeu todas as empresas listadas na Bolsa de Valores dos países do grupo BRICS. A amostra constituiu-se de 55 empresas do Brasil, 31 da Rússia, 91 da Índia, 284 da China e 68 da África do Sul, totalizando 529 empresas analisadas. As variáveis dependentes do estudo referem-se à divulgação ESG (ESG geral, ambiental, social e governança). Como variáveis independentes, destaca-se a estrutura de capital que foi avaliada por meio das variáveis: capital próprio (Patrimônio Líquido), dívidas totais, dívidas de curto prazo e dívidas de longo prazo. As variáveis de controle relacionam-se com o Retorno sobre os Ativos (ROA), índice de liquidez e tamanho da empresa. Além disso, foram realizados controles fixos do setor, ano e país das observações. Os resultados revelaram que o capital próprio melhora a divulgação ESG em todas as dimensões analisadas (ESG total, ambiental, social e governança). Estes achados sugerem que os recursos próprios das empresas do grupo BRICS, potencializam os investimentos em atividades voltadas a redução dos impactos ambientais, políticas ambientais, gestão de resíduos, água, energia (ambiental), realizam ações na área da saúde, trabalho comunitário, qualificação de funcionários, doações, diversidade no conselho de administração, dentre outras questões sociais, bem como, prezam por uma maior transparência tributária, diminuição da corrupção, conduta ética, políticas de remuneração incentivadas e separação dos poderes do CEO (governança). Em relação ao capital de terceiros, os resultados mostram que apenas o financiamento por dívidas de curto prazo melhora a divulgação ESG total, ambiental e social, pois a dívida total e a dívida de longo prazo não explicam a divulgação ESG das empresas analisadas. Estas evidências indicam que os gestores das empresas do grupo BRICS estão buscando reduzir os custos de agência ao investir em atividades ESG. Outra questão que merece destaque a partir dos resultados encontrados, é que as empresas analisadas estão se concentrando no patrimônio líquido e nas dívidas de curto prazo para atingir as suas metas financeiras e não financeiras, o que de certa forma limita o controle dos acionistas por meio do financiamento de dívidas. Esta pesquisa contribui com a literatura, pois são incipientes os estudos que investigam os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG no contexto nacional e internacional. Além disso, esta pesquisa apresenta contribuições importantes para os gestores, acionistas, credores, bem como, para formuladores de políticas, pois os achados permitem o entendimento do potencial da estrutura de capital para melhorar as divulgações ESG das empresas, o que beneficiará as empresas, governo e sociedade.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Divulgação. ESG. BRICS.

ABSTRACT

CAPITAL STRUCTURE AND ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE DISCLOSURE: EVIDENCE FROM THE BRICS GROUP

AUTHOR: Victor Cepillo
ADVISOR: Larissa Degenhart

This research aimed to analyze the effects of capital structure on environmental, social and governance (ESG) disclosure of companies belonging to the BRICS group. To this end, a descriptive, documentary research with a quantitative approach (Multiple Linear Regression) was carried out from 2015 to 2022. The study population comprised all companies listed on the Stock Exchange of the countries of the BRICS group. The sample consisted of 55 companies from Brazil, 31 from Russia, 91 from India, 284 from China and 68 from South Africa, totaling 529 companies analyzed. The dependent variables of the study refer to ESG disclosure (general, environmental, social and governance ESG). As independent variables, capital structure stands out, which was assessed using the variables: equity (Equity), total debt, short-term debt and long-term debt. Control variables relate to Return on Assets (ROA), liquidity ratio and company size. In addition, fixed controls of the sector, year and country of observations were performed. The results revealed that equity improves ESG disclosure in all dimensions analyzed (total ESG, environmental, social and governance). These findings suggest that the BRICS group companies' own resources leverage investments in activities aimed at reducing environmental impacts, environmental policies, waste management, water, (environmental) energy, carry out actions in the area of health, community work, qualification of employees, donations, diversity in the board of directors, among other social issues, as well as, they value greater tax transparency, reduction of corruption, ethical conduct, incentive remuneration policies and separation of powers of the CEO (governance). Regarding debt, the results show that only short-term debt financing improves total, environmental and social ESG disclosure, as total debt and long-term debt do not explain the analyzed companies' ESG disclosure. This evidence indicates that managers of BRICS companies are seeking to reduce agency costs by investing in ESG activities. Another issue worth mentioning based on the results found is that the companies analyzed are focusing on equity and short-term debt to achieve their financial and non-financial goals, which in a way limits shareholder control through of debt financing. This research contributes to the literature, as studies investigating the effects of capital structure on ESG disclosure in the national and international context are incipient. In addition, this research presents important contributions for managers, shareholders, creditors, as well as for policy makers, as the findings allow the understanding of the capital structure's potential to improve companies' ESG disclosures, which will benefit companies, government and society.

Keywords: Capital Structure. Disclosure. ESG. BRICS.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Modelo teórico de análise e hipóteses da pesquisa	26
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Evolução ESG das empresas brasileiras de 2015 a 2022	35
GRÁFICO 2 - Evolução ESG das empresas russas de 2015 a 2022	36
GRÁFICO 3 - Evolução ESG das empresas indianas de 2015 a 2022.....	37
GRÁFICO 4 - Evolução ESG das empresas chinesas de 2015 a 2022	37
GRÁFICO 5 - Evolução ESG das empresas africanas de 2015 a 2022	38
GRÁFICO 6 - Evolução ESG das empresas do grupo BRICS de 2015 a 2022	39

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Definições ESG – Ambiental, Social e Governança.....	18
QUADRO 2 - Conceitos ESG – Ambiental, Social e Governança	19
QUADRO 3 - Variáveis dependentes (ESG)	29
QUADRO 4 - Variáveis independentes (Estrutura de Capital).....	30
QUADRO 5 - Variáveis de controle.....	31

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – População e amostra da pesquisa.....	28
TABELA 2 - Estatística descritiva das variáveis	39
TABELA 3 - Matriz de correlação das variáveis de pesquisa.....	41
TABELA 4 - Resultados dos efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG	42

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 APRESENTAÇÃO DO TRABALHO	10
1.2 ESTRUTURA DO TRABALHO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL	16
2.2 DIVULGAÇÃO ESG – AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA	17
2.3 TEORIA DA AGÊNCIA.....	19
2.4 TEORIA <i>PECKING ORDER</i>	20
2.5 TEORIA <i>TRADE OFF</i>	22
2.6 ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVULGAÇÃO ESG.....	23
3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA.....	27
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	27
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	28
3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA	29
3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS	31
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	34
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	35
4.1 EVOLUÇÃO DA DIVULGAÇÃO ESG	35
4.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	39
4.3 EFEITOS DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA DIVULGAÇÃO ESG.....	42
4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	44
5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	46
5.1 CONCLUSÕES	46
5.2 RECOMENDAÇÕES.....	48
REFERÊNCIAS	49

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, evidencia-se o contexto inicial deste estudo, o qual divide-se em duas partes: apresentação e estrutura do trabalho. Em um primeiro momento, delimita-se o tema, a questão-problema, os objetivos, as justificativas e as contribuições para a realização do trabalho. Em seguida, aborda-se a estrutura da pesquisa.

1.1 APRESENTAÇÃO DO TRABALHO

A divulgação ambiental, social e de governança (*Environmental, Social and Governance* - ESG) está se tornando cada vez mais relevante na literatura acadêmica, bem como, no mundo corporativo. Este fato ocorre, pois, os temas relacionados às divulgações ESG visam resolver diversas questões sociais e ambientais importantes e são constituídas a partir da divulgação voluntária das empresas (CLÉMENT; ROBINOT; TRESPEUCH, 2023). ESG está no centro das atenções de executivos, investidores, reguladores, estudantes e até mesmo da sociedade em geral (EDMANS, 2023).

Nesse sentido, após a crise financeira global, os investidores reconheceram que as empresas não deveriam concentrar esforços apenas na obtenção de lucros, mas também ser mais responsáveis em relação à sociedade e ao meio ambiente (MANITA et al., 2018). Deste modo, o impulso para um futuro sustentável e zero emissões de carbono exigiu a integração de atividades ambientais, sociais e de governança (ESG) em decisões de investimento sustentável auferidos pelas empresas (ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022).

A crescente atenção dada às questões de sustentabilidade ocasionou um boom na divulgação de informações pelas empresas sobre práticas ambientais, sociais e de governança (LI et al., 2018). Nesse sentido, há uma discussão de até que ponto as empresas beneficiam ou prejudicam o bem-estar social nos mais diversos setores. As ações corporativas ligadas a essa área são denominadas de divulgações ESG e Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). Além disso, Edmans (2023) ressalta que é importante a divulgação de informações ESG, pois são fundamentais para o valor (financeiro) de longo prazo de uma empresa e por afetarem o impacto de uma empresa na sociedade em geral. Isso é relevante para as empresas que se preocupam com mais do que apenas retornos financeiros, e para garantir que o capitalismo funcione para todos e salvaguardar a confiança da sociedade nos negócios (EDMANS, 2023).

ESG refere-se a como as empresas e investidores integram questões ambientais, sociais e de governança em seus negócios. A RSC relaciona-se às atividades das empresas no que diz respeito a ser mais socialmente responsável. Uma diferença é que ESG inclui governança explicitamente e RSC engloba questões de governança indiretamente nas considerações ambientais e sociais. Portanto, ESG tende a ser uma terminologia mais abrangente do que RSC (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021) e utilizada nesta pesquisa. Assim, a divulgação ESG é o resultado das políticas de emissão de gases do efeito estufa e sustentabilidade ambiental da empresa, necessárias para moldar suas decisões de investimento e financiamento (ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022).

Diante do interesse global no desenvolvimento sustentável, as empresas estão buscando aprimorar as suas estratégias de longo prazo voltadas para a melhoria da sua divulgação ESG. Tais melhorias refletem na tendência das empresas em satisfazer as necessidades das partes interessadas relacionadas aos investimentos de recursos para as atividades ESG (AL AMOSH et al., 2022). Diversos estudos foram realizados para investigar os determinantes da divulgação ESG, como por exemplo, os efeitos da governança corporativa (AL AMOSH; KHATIB, 2022a), estrutura de propriedade (AL AMOSH; KHATIB, 2022a; SONG et al., 2023), características específicas das empresas (SHARMA; PANDAY; DANGWAL, 2020; ABDUL RAHMAN; ALSAYEGH, 2021; ZAMIL et al., 2021), composição do conselho de administração (ARAYSSI; JIZI; TABAJA, 2020; HARJOTO; WANG, 2020; SUTTIPUN, 2021; BHATIA; MARWAHA, 2022), cultura nacional (ROY; MUKHERJEE, 2022), cenário de governança do país (MOONEEAPEN et al., 2022), características do comitê de auditoria (POZZOLI; PAGANI; PAOLONE, 2022), entre outras variáveis. Contudo, a revisão de literatura desenvolvida por Zamil et al. (2021) revelou que há uma escassez de pesquisas relacionadas ao efeito de direcionadores financeiros, como por exemplo, a estrutura de capital para explicar a divulgação ESG das empresas.

As decisões sobre estrutura de capital estão entre as decisões políticas estratégicas críticas de uma empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2017; AL AMOSH et al., 2022). A estrutura de capital é composta pelo capital de terceiros e capital próprio e as empresas tomam decisões de financiamento com base na comparação dos custos e benefícios do financiamento (ASSAF NETO; LIMA, 2017). Deste modo, as empresas buscam atingir um nível ótimo de financiamento com o menor custo e os componentes da estrutura de capital (dívidas e Patrimônio Líquido) tendem a impactar em diversas políticas da empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2017; AL AMOSH et al., 2022), como por exemplo, em decisões de investimento em atividades ambientais, sociais e de governança (ZAMIL et al., 2021; AL AMOSH et al., 2022).

Assim, um menor custo de capital de terceiros aumenta o acesso ao financiamento, aumenta a alavancagem e reduz a assimetria de informação (ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022) e tende a potencializar a divulgação ESG.

Conforme a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a estrutura de capital relaciona-se a uma maior divulgação de informações pelas empresas devido os conflitos de interesse decorrentes de financiamentos realizados pelas empresas (ZAMIL et al., 2021). Outras teorias que também analisam a estrutura de capital das companhias e que podem explicar as divulgações ESG são a Teoria *Pecking Order* e Teoria *Trade-off*. A Teoria *Pecking Order* aborda que as empresas deveriam seguir uma hierarquia de financiamento, sendo utilizado primeiro os recursos gerados internamente e posteriormente, os recursos obtidos por meio de fontes externas para financiar as suas atividades (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Por outro lado, a Teoria *Trade Off* fundamenta que existe um nível ótimo de endividamento que é alcançado pelas empresas, em decorrência do resultado da mudança dos benefícios fiscais e custos da dívida (MILLER, 1977).

Nesse sentido, a estrutura de capital pode influenciar o comportamento dos gestores para que estes desenvolvam mais ações ESG, beneficiando a empresa e suas práticas de governança corporativa, sociedade e o meio ambiente. Por consequência, torna-se possível admitir que a estrutura de capital (financiamento) seja capaz de influenciar positivamente as divulgações e recursos destinados as práticas ESG das organizações (AL AMOSH et al., 2022). Estudos realizados na literatura encontraram evidências de resultados positivos entre a estrutura de capital e a divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022). No entanto, como ressaltado por Zamil et al. (2021), há uma lacuna de pesquisa sobre a influência da estrutura de capital na divulgação ESG das empresas, pois são incipientes os estudos que analisaram esta relação. Por outro lado, há estudos que analisaram os efeitos contrários, como por exemplo, a influência da RSC na estrutura de capital (BENLEMLIH, 2017; GRABINSKA et al., 2021), Responsabilidade ambiental corporativa (DIMITROPOULOS; KORONIOS, 2021) e a relação entre ESG e estrutura de capital (ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022), contudo, não sendo este o foco da presente pesquisa, mas que motiva a realização de novos estudos sobre o tema.

A pesquisa realizada por Al Amosh et al. (2022) revelou que o financiamento por dívida (capital de terceiros) melhora a divulgação ESG em todas as dimensões (ambiental, social e de governança), enquanto que o financiamento por capital próprio (Patrimônio Líquido) não afetou a divulgação ESG das empresas da Jordânia. Estes resultados indicam que os gerentes das empresas jordanianas estão tentando reduzir os custos de agência investindo em atividades ESG. Além disso, as empresas estão se concentrando no financiamento da dívida com capital

de terceiros em vez do Patrimônio Líquido para atingir suas metas financeiras e não financeiras (ESG). Isso ocorre porque o oportunismo de novos acionistas provavelmente levará a um foco na maximização de seu valor às custas do grupo mais amplo de partes interessadas, e isso afetará negativamente a divulgação ESG das empresas (AL AMOSH et al., 2022). Portanto, o financiamento da dívida limita o controle dos acionistas, conforme destacado na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Apesar da importância de as empresas terem ações ESG, pouca atenção tem sido dada nos países emergentes sobre os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022), lacuna teórica explorada nesta pesquisa. Além disso, não foram localizadas pesquisas no contexto nacional e internacional que abordaram tais efeitos nas empresas dos países do grupo BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), fato este que também motiva o desenvolvimento desta pesquisa. Neste contexto, considerando-se a lacuna de pesquisa identificada na literatura, a importância das decisões de estrutura de capital nas finanças corporativas e o crescente interesse em ESG pelas empresas, busca-se responder à seguinte questão de pesquisa: *Quais os efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança (ESG) de empresas pertencentes ao grupo BRICS?*

Como objetivo geral, busca-se a partir da realização desta pesquisa analisar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança (ESG) de empresas pertencentes ao grupo BRICS. Para atingir o objetivo geral, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos: a) analisar a evolução da divulgação ESG das empresas durante o período analisado; b) descrever a divulgação ESG e a estrutura de capital das empresas durante o período analisado; c) analisar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança (ESG) de empresas pertencentes ao grupo BRICS de forma conjunta; d) analisar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança de empresas do grupo BRICS, de forma separada. Para tanto, busca-se encontrar evidências que possam contribuir com o avanço do conhecimento existente sobre o tema no âmbito dos países que pertencem ao grupo BRICS.

Justifica-se a realização desta pesquisa, pois conforme Al Amosh et al. (2022) são incipientes as pesquisas sobre países emergentes no que tange os efeitos da estrutura de capital na divulgação de sustentabilidade (ESG). Além disso, esta pesquisa apresenta relevância ao buscar destacar a importância de quais decisões de financiamento (capital próprio ou de terceiros) são utilizadas pelas empresas do grupo BRICS para apoiar a divulgação da sua sustentabilidade, no que tange as questões ambientais, sociais e de governança.

Outra justificativa pauta-se nos argumentos de Gillan, Koch e Starks (2021), pois os autores abordam que embora as atividades ESG de uma empresa se mostram fortemente relacionadas ao mercado da empresa, características de liderança e proprietário, bem como, seu risco, desempenho e valor, ainda existem hipóteses e resultados conflitantes que não foram resolvidos, levando à continuação de perguntas e a necessidade de mais pesquisas sobre estas temáticas (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021) de estrutura de capital e divulgação ESG.

A análise das companhias do bloco econômico BRICS fundamenta-se, pois, estes países segundo Jordaan (2021), se posicionaram como os novos pilares da estabilidade dentro da futura economia global e se tornaram os representantes do mundo em desenvolvimento. Desta forma, este grupo pode ser considerado uma das principais forças duradouras que moldam a nova arquitetura das relações internacionais no século XXI (MIELNICZUK, 2013). Além disso, por mais que tenha sido formado em 2006, com sua primeira cúpula formal em 2009, com a África do Sul entrando em 2010, este grupo, que atualmente inclui Brasil (América do Sul), Rússia (Europa Oriental), Índia (Subcontinente), China (Extremo Oriente) e África do Sul (África), representam economias regionais dominantes e ainda existem lacunas de pesquisa sobre o alcance do BRICS (ZHAO; LESAGE, 2020).

Esta pesquisa apresenta contribuições teóricas, práticas e sociais. Contribui para a literatura limitada, mas crescente, sobre estrutura de capital e divulgação ESG, especialmente em economias emergentes (AL AMOSH et al., 2022). Contribui também para uma compreensão mais profunda do papel da estrutura de capital para influenciar a divulgação ESG das empresas, com vistas a confirmar qual fonte de financiamento melhora esta divulgação. De outro modo, destaca a necessidade de não apenas focar na divulgação ESG como um conceito geral, mas também de se aprofundar em cada componente de forma individual (ambiental, social e governança) para ter uma melhor compreensão do efeito da estrutura de capital em cada componente (WASIUZZMANN; MOHAMMAD, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Além disso, como contribuições teóricas destaca-se a incorporação de três teorias (Teoria da Agência, Teoria *Pecking Order* e Teoria *Trade Off*) para buscar explicar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022). Portanto, os resultados visam expandir os conhecimentos existentes sobre esta relação, até o momento considerada incipiente (ZAMIL et al., 2021; AL AMOSH et al., 2022; ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022), oferecendo evidências empíricas e teóricas sobre a estrutura de capital e sua relação com a divulgação ESG em um contexto emergente.

Esta pesquisa também visa apresentar implicações importantes para as decisões de executivos, formuladores de políticas, acionistas e credores, pois permitirá o entendimento da ligação entre estrutura de capital e ESG e como o financiamento externo (capital de terceiros) ou interno (capital próprio) pode influenciar a sustentabilidade empresarial. Outra contribuição prática deste estudo, é que a partir dos resultados, os gestores podem moldar melhor as suas decisões de financiamento com vistas a melhorar o desempenho das empresas no que tange as questões ambientais, sociais e de governança corporativa, beneficiando assim, as empresas, sociedade e meio ambiente.

Destaca-se que para a sociedade esta pesquisa contribui ao demonstrar que a estrutura de endividamento das empresas pode proporcionar maiores investimentos em atividades ambientais, sociais e de governança. Assim, políticas públicas podem ser desenvolvidas com vistas a melhorar o financiamento externo para as empresas, para que estas possam destinar maiores recursos a estas atividades e promover deste modo, uma maior sustentabilidade organizacional.

1.2 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este estudo está organizado em cinco capítulos. O primeiro capítulo apresenta o tema, a questão de pesquisa, o objetivo geral e específicos, justificativas, contribuições para a realização do estudo e a estrutura do trabalho. O segundo capítulo fornece um referencial teórico que abrange tópicos relacionados à Teoria da Agência, Teoria *Pecking Order*, Teoria *Trade Off*, Estrutura de Capital, Divulgação ESG e a formulação das hipóteses de pesquisa.

No terceiro capítulo, são descritos os métodos e procedimentos utilizados na condução da pesquisa. Inicialmente, é apresentado o delineamento da pesquisa, seguido pela descrição da população e amostra e dos constructos de pesquisa. Em seguida, são descritos os procedimentos de coleta e análise de dados, assim como as limitações.

O quarto capítulo contempla a análise e discussão dos resultados encontrados na pesquisa. No quinto capítulo são apresentadas as conclusões e recomendações para a realização de estudos futuros sobre o tema. Por fim, são listadas as referências utilizadas para a realização deste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O presente capítulo apresenta a base teórica utilizada para o desenvolvimento desta pesquisa e que possibilita interpretar os resultados encontrados no estudo. Neste contexto, a Teoria da Agência, Teoria *Pecking Order* e Teoria *Trade-Off*, constituem as teorias essenciais da temática estrutura de capital (ELLILI, 2020). Além disso, são abordadas as temáticas de estrutura de capital, divulgação ESG e a fundamentação das hipóteses de pesquisa sobre os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital é a composição de capital que a empresa financia suas operações gerais e crescimento (DIMITROPOULOS; KORONIOS, 2021). A partir dos estudos de Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958, 1963), uma crescente literatura buscou compreender a relevância da escolha da estrutura de capital para o valor da empresa. Além disso, desde a crise financeira de 2009, a estrutura de capital ganhou mais importância, pois muitas empresas passaram a enfrentar dificuldades financeiras e até mesmo decretaram falência (ELLILI, 2020). Na contemporaneidade, a temática de estrutura de capital ganhou ainda mais destaque, visto que diversas empresas estão enfrentando sérios problemas financeiros devido à crise da pandemia de Covid-19. Assim, terão que aprender a gerenciar seu custo de capital e alterar as suas decisões de financiamento para manter seu desempenho financeiro (ELLILI, 2020).

Portanto, administrar uma empresa exige que se tenha certos recursos e para garantir as necessidades de recursos é preciso ter acesso a uma quantidade suficiente de capital, sendo esta interna ou externa e até mesmo uma combinação das duas fontes (KRUK, 2021). A literatura sobre decisões de financiamento das empresas se concentra na escolha entre dívida e patrimônio líquido, sendo abordada como estrutura de capital (ORLOVA; HARPER; SUN, 2020).

Neste sentido, a decisão de estrutura de capital é considerada uma das decisões financeiras vitais das empresas, pois consiste em determinar a combinação ótima de patrimônio líquido e dívidas, para a redução do custo de capital (ELLILI, 2020). Portanto, a estrutura ótima de capital reflete um nível de endividamento que visa equilibrar os benefícios do financiamento por dívidas e os custos de falência (ELLILI, 2020). Assim como uma combinação específica de capital de dívida será decidida entre os dois extremos de financiamento de capital total e financiamento de dívida total (KHOA; THAI, 2021).

Existem diversas fontes de financiamento da atividade empresarial (fontes internas e externas). Contudo, na literatura não há um consenso quanto a definição da estrutura de capital, mas a atenção está voltada para a proporção entre patrimônio líquido e capital de terceiros (KRUK, 2021). A estrutura de capital também pode ser entendida como uma estrutura de passivo e uma outra abordagem diferencia a estrutura de financiamento (patrimônio líquido, passivo de curto prazo e passivo de longo prazo) e a estrutura de capital (patrimônio líquido e passivo de longo prazo) (KRUK, 2021). Deste modo, as teorias seminais sobre a estrutura de capital (*Pecking Order* e *Trade-Off*), podem ser utilizadas para explicar as diferenças na alavancagem entre as empresas (ORLOVA; HARPER; SUN, 2020). Nesta pesquisa, a estrutura de capital refere-se à combinação de dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e capital próprio (DIMITROPOULOS; KORONIOS, 2021; AL AMOSH et al., 2022). Orlova, Harper e Sun (2020) ressaltam os efeitos conjuntos da necessidade de capital, capacidade de endividamento e acesso a capital na complexidade da estrutura de capital.

Al Amosh et al. (2022) contribuem para a literatura de estrutura de capital, ao fornecer evidências da relação entre estrutura de capital e divulgação ESG e revelar que empresas com alto endividamento tendem a aprimorar suas práticas voluntárias para atender aos interesses de diversas partes interessadas. Na sequência, apresenta-se a temática da divulgação ESG, pois a estrutura de capital pode afetar tais divulgações (AL AMOSH et al., 2022).

2.2 DIVULGAÇÃO ESG – AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA

A análise da temática ESG na contemporaneidade é importante, pois reflete como as empresas devem melhorar suas divulgações e relatórios não financeiros. Além disso, a qualidade e a transparência da informação divulgada são pontos vitais para aumentar a confiança das partes interessadas às empresas (ELLILI, 2020) e diminuir as incertezas dos investidores em relação ao valor da empresa (SCHIEMANN; TIETMEYER, 2022).

Nesse sentido, a divulgação corporativa representa o panorama das informações fornecidas pelas empresas às partes interessadas. Esta divulgação inclui questões financeiras obrigatórias e questões voluntárias devido as pressões externas ou para a tomada de decisões internas (AL AMOSH; KHATIB, 2022b), como por exemplo, a divulgação ESG.

De acordo com Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), a divulgação ESG pode ser classificada como o valor agregado da divulgação de RSC derivada de ações ambientais, sociais e de governança. Portanto, a divulgação ESG compreende três elementos: ambiental, social e governança e a pontuação total ESG, que é constituída a partir dos três elementos.

No que tange a divulgação ESG, as evidências encontradas por Saini et al. (2022) sobre a divulgação obrigatória versus voluntária demonstram que Brasil e Índia encontram-se no quadro regulatório de países onde a divulgação ESG se categoriza como subdesenvolvida, já China e África do Sul compõem o quadro regulatório dos países que estão em fase de desenvolvimento.

A seguir, no Quadro 1, são apresentados os conceitos de cada componente ESG.

Quadro 1 - Definições ESG – Ambiental, Social e Governança

Pontuação	Definição
Pontuação ESG total	A pontuação ESG total pode ser classificada como um valor agregado do desempenho de RSC para os três subgrupos (Ambiental, Social e Governança) (por exemplo, emissões, inovação de produtos ambientais, direitos humanos, qualidade do emprego, treinamento e desenvolvimento, comunidade, acionistas, etc.). Os valores variam de 0 a 100, sendo 100 a pontuação mais alta. Assim, podemos identificar de forma rápida e fácil os pontos fortes (50–100 pontos) ou pontos fracos (0–49 pontos) do ESG.
Pontuação Ambiental	Este componente abrange as ações de negócios de uma empresa em termos de responsabilidade ambiental. Para esta dimensão, foram avaliados 57 indicadores. Entre eles estão a implementação de ações de controle da poluição, políticas de redução de emissões, uso de energia renovável, desenvolvimento de produtos eco sustentáveis, realização de investimentos ambientais e estabelecimento de padrões ambientais. Esta norma reflete até que ponto uma empresa utiliza as melhores práticas de gestão para evitar riscos ambientais e é capitalizada a partir de oportunidades ambientais. Esse índice composto é gerado a partir de uma pontuação ponderada dos pontos fortes e fracos de uma empresa em indicadores relacionados a: (a) redução de emissões, (b) inovação de produtos e (c) redução do consumo de recursos.
Pontuação Social	Este componente reflete o compromisso de uma empresa com a comunidade, não apenas a comunidade em que atua, mas também além dela. A dimensão contém 60 indicadores que incluem informações sobre as políticas e programas implementados pelas empresas relacionadas à saúde, segurança, diversidade no trabalho, treinamento e direitos trabalhistas, satisfação de funcionários e clientes, percentual de mulheres empregadas, se uma empresa recebeu distinções ou prêmios para sua RSC e outras questões sociais relevantes para as partes interessadas internas e externas. Reflete a reputação de uma empresa, que é um fator chave para determinar sua capacidade de gerar valor a longo prazo. O índice composto é gerado a partir de uma pontuação ponderada dos pontos fortes e fracos de uma empresa em indicadores relacionados a: (a) responsabilidade pelo produto, (b) comunidade, (c) direitos humanos e (d) força de trabalho.
Pontuação Governança	Esse componente mede o grau em que os sistemas e processos de uma empresa garantem que seus membros e executivos do conselho atuem no melhor interesse de seus acionistas na visão de operações de longo prazo. Essa dimensão contém 48 indicadores sobre os níveis de transparência da equipe de liderança com os <i>stakeholders</i> ; a realização de relatórios de sustentabilidade; direitos dos acionistas minoritários; e a remuneração dos executivos, conselheiros independentes e comitês de auditoria. Reflete a capacidade de uma empresa (através do uso das melhores práticas de gestão) de direcionar e controlar seus direitos e responsabilidades por meio da criação de incentivos. O índice composto é gerado a partir de uma pontuação ponderada dos pontos fortes e fracos de uma empresa em indicadores relacionados a: (a) gestão (funções e estruturas do conselho) e (b) estratégias de RSC.

Fonte: Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021, p. 321-322).

A base de dados *Refinitiv Eikon* (2022), apresenta os seguintes conceitos para cada pilar de divulgação ESG. Além disso, tais conceitos foram utilizados nesta pesquisa para mensurar a divulgação ESG das empresas analisadas, de acordo com o Quadro 2.

Quadro 2 - Conceitos ESG – Ambiental, Social e Governança

Pontuação	Definição
Pontuação ESG total	Refere-se a uma pontuação geral da empresa com base nas informações auto-relatadas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa.
Pontuação Ambiental	O pilar ambiental mede o impacto de uma empresa nos sistemas naturais vivos e não vivos, incluindo o ar, a terra e a água, bem como os ecossistemas completos. Reflete o quão bem uma empresa usa as melhores práticas de gestão para evitar riscos ambientais e capitalizar as oportunidades ambientais a fim de gerar valor para os acionistas a longo prazo.
Pontuação Social	O pilar social mede a capacidade de uma empresa em gerar confiança e fidelização de seus colaboradores, clientes e sociedade, por meio da utilização das melhores práticas de gestão. É um reflexo da reputação da empresa e da integridade de sua licença para operar, fatores-chave na determinação de sua capacidade de gerar valor para os acionistas no longo prazo.
Pontuação Governança	O pilar de governança corporativa mede os sistemas e processos de uma empresa, o que garante que seus conselheiros e executivos atuem no melhor interesse de seus acionistas de longo prazo. Reflete a capacidade da empresa, por meio da aplicação das melhores práticas de gestão, em direcionar e controlar seus direitos e responsabilidades por meio da criação de incentivos, bem como de freios e contrapesos para gerar valor para os acionistas de longo prazo.

Fonte: *Refinitiv Eikon* (2022).

Destaca-se que há diversos fatores que podem impactar a divulgação ESG, como por exemplo, a estrutura de capital das empresas (AL AMOSH et al., 2022). Posteriormente são abordadas as teorias que possibilitam dar suporte às relações propostas no estudo.

2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência foi incorporada na literatura de governança corporativa e seu modelo financeiro aborda o relacionamento entre os acionistas, denominados principais e os gestores, conhecidos como agentes (ELLILI, 2020). Deste modo, a Teoria da Agência aborda a relação de “separação de controle” entre o principal e o agente contratado para realizar um serviço em seu nome. Essa relação envolve a delegação de autoridade ao agente na tomada de decisão, visando servir os interesses dos proprietários sem serem influenciados por interesses pessoais da gestão (JENSEN; MECKLING, 1976). Além disso, é importante que essas decisões sejam transparentes, responsáveis e abordem diversas questões (AL AMOSH et al., 2022).

A Teoria da Agência fundamenta que os conflitos de agência surgem a partir do momento em que ocorrem divergências entre o agente e principal, o que conseqüentemente, gera custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Conforme esta teoria, os departamentos corporativos devem ser motivados a realizar divulgações voluntárias para reduzir o problema de assimetria informacional e os custos de agência (OMRAN; EL-GALFY, 2014).

Esta teoria desempenha um papel crítico na promoção e justificação dos princípios de valor para o acionista, sendo o eixo de uma transformação não apenas dos princípios de

governança corporativa, mas também, de forma mais global, da estrutura e do comportamento geral da maioria das grandes empresas de capital aberto (WEINSTEIN, 2013).

Portanto, a perspectiva da agência, conforme a revisão de literatura realizada por Al Amosh e Khatib (2022b) argumenta que os proprietários devem monitorar o comportamento da administração e avaliar as práticas relacionadas à divulgação voluntária, transparência e responsabilidade socioambiental. Nesse sentido, denota-se que a Teoria da Agência fornece uma estrutura necessária para avaliar as escolhas contábeis e as decisões de divulgação voluntária, sendo os custos de agência (custos de monitoramento) responsáveis pelas escolhas dos gerentes (OMRAN; EL-GALFY, 2014).

Denota-se, portanto, que os problemas e custos de agência podem aumentar ou até mesmo diminuir com base no comportamento da administração em relação aos proprietários e as pressões das partes interessadas na empresa (AL AMOSH et al., 2022). Este fato revela a importância dos recursos financeiros (estrutura de capital) na tomada de decisões de agência. Assim, os executivos podem evitar se envolver em iniciativas ESG devido a pressões de recursos financeiros. Por outro lado, a gestão pode responder à pressão dos principais (acionistas) para reforçar as iniciativas e divulgações ESG para reduzir os custos de agência. Consequentemente, é provável que a administração das empresas leve em consideração soluções de financiamento ideais para incluir atividades ESG em sua agenda futura (AL AMOSH et al., 2022).

Nesse sentido, as decisões de estrutura de capital são influenciadas, entre outros fatores, pela presença de assimetria de informação, que juntamente com o aumento do financiamento por meio de dívida, contribui para elevar o custo do capital social para uma empresa (GRABINSKA et al., 2021). Por outro lado, empresas que divulgam informações não financeiras tendem a reduzir a assimetria de informações, especialmente quando o escopo dessas informações é abrangente (GRABINSKA et al., 2021), como por exemplo, as divulgações ESG. Isso resulta em maior transparência empresarial e complementa positivamente os dados financeiros disponíveis (GRABINSKA et al., 2021).

2.4 TEORIA *PECKING ORDER*

O conceito de *pecking order* é baseado na assimetria de informação entre os gestores e investidores, pois os gestores estão mais informados sobre o real valor da empresa e seu risco, o que afeta de certa forma a preferência entre financiamento interno e externo (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984). Neste sentido, a Teoria *Pecking Order* aborda o fato de que o

financiamento corporativo deve ser dividido primeiro em financiamento interno e posteriormente o externo (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984; GRABINSKA et al., 2021). Esta teoria fundamenta que os gerentes são obrigados a seguir uma hierarquia definida ao selecionar fontes de financiamento na empresa, com a hierarquia de financiamento interno e posteriormente, as fontes externas quando as internas não são suficientes (ELLILI, 2020).

Portanto, o modelo de hierarquia de fontes de financiamento proposto por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) inicia com a utilização do capital próprio (patrimônio líquido) e na sequência, são utilizados financiamentos externos, como por exemplo, a emissão de dívidas e em últimos casos, a empresa pode recorrer a emissão de ações para a captação de recursos. Esta hierarquia proposta pelos autores se justifica pelo fato de os recursos gerados de forma interna pelas empresas (lucros retidos), não possuem custos de transação para a empresa de autofinanciar (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

Nesse sentido, para evitar a avaliação de subinvestimento, os gestores geralmente preferem financiar um novo projeto por meio de títulos financeiros não subavaliados, como por exemplo, fundos internos ou fundos considerados sem risco (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984; ELLILI, 2020).

Contudo, a Teoria *Pecking Order* fundamenta que as empresas tendem a preferir as fontes internas, mas quando necessitam de fundos externos, a dívida seria financiada pelo patrimônio e as empresas prefeririam emitir dívidas em vez de capital, com vistas a reduzir os custos de informação e a assimetria de informação. Portanto, os gestores das empresas com grandes oportunidades de crescimento e necessidades de recursos preferem emitir dívidas, por estar menos sujeitas à assimetria de informação e pelo benefício fiscal que incorre nesta operação (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984; ELLILI, 2020).

Zeidan, Galil e Shapir (2018), apontam que proprietários de empresas privadas seguem a Teoria *Pecking Order*, mesmo na presença de empréstimos subsidiados e mostra que o fato de uma empresa ter ou não restrições de dívida não afeta essa decisão. Além disso, esta ideia reforça a abordagem de que as diversas teorias de estrutura de capital existentes não são necessariamente excludentes (SAMPAIO et al., 2021).

Deste modo, as metas não financeiras das empresas, como por exemplo, a divulgação ESG, podem ser focadas na identificação das melhores opções de capital para que as empresas atinjam as suas metas estabelecidas, tanto com a divulgação ESG, quanto com a estrutura de capital ideal (AL AMOSH et al., 2022).

2.5 TEORIA *TRADE OFF*

A escolha da estrutura ótima de capital e a minimização do custo de capital são consideradas as decisões financeiras mais relevantes das empresas (ELLILI, 2020). Deste modo, ao contrário da Teoria *Pecking Order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984), a Teoria *Trade Off* (MILLER, 1977) pauta-se na discussão da existência de uma estrutura ótima de capital. Esta estrutura ótima de capital é atingida quando o equilíbrio dos efeitos que os impostos auferem sobre dívidas e custos de falência ocorrem em relação ao endividamento (MYERS, 1984).

Nesse sentido, a Teoria *Trade-Off* sugere que as empresas buscam manter uma estrutura ótima de capital considerando os benefícios e os custos da dívida (MILLER, 1977; DEANGELO; MASULIS, 1980). Os benefícios das dívidas estão ligados ao benefício fiscal, e os custos incluem a potencial dificuldade financeira que as empresas estão expostas. Portanto, a estrutura ótima de capital é atingida quando o benefício da dívida é igual ao seu custo (ELLILI, 2020). Por outro lado, a Teoria *Trade Off* também sugere que as empresas podem buscar manter a alavancagem (endividamento) ideal para maximizar a riqueza dos acionistas (ORLOVA; HARPER; SUN, 2020).

Esta teoria também aborda que as empresas tentam convergir ao longo do tempo seu endividamento para um nível-alvo (ELLILI, 2020). Assim, as decisões sobre as fontes de financiamento da estrutura de capital são baseadas nos planos e estratégias da empresa para alcançar seus objetivos e aumentar seu valor (AL AMOSH et al., 2022). Além disso, conforme a Teoria *Trade-Off*, as empresas altamente endividadas estão mais expostas à ameaça de falência e deste modo, a utilização da estrutura de financiamento de forma ótima, visa mitigar esse risco (GRABINSKA et al., 2021). Deste modo, destaca-se que a Teoria *Trade-Off* também pode ser considerada para explicar os efeitos das decisões de estrutura de capital e a divulgação ESG das empresas (AL AMOSH et al., 2022). Esta teoria da estrutura de capital visa explicar por que as empresas costumam ser financiadas em parte por dívidas e em parte por patrimônio líquido, não deixando dúvidas de que existem muitos benefícios na utilização de dívidas na estrutura de capital das empresas (KHOA; THAI, 2021).

Diante do exposto, denota-se que a estrutura de capital e seus efeitos na divulgação ESG pode ser examinada por várias teorias, como por exemplo, a Teoria da Agência, *Pecking Order* e *Trade-Off*. Na sequência, apresenta-se a fundamentação das hipóteses do estudo.

2.6 ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVULGAÇÃO ESG

A estrutura de capital e a rentabilidade das empresas estão alinhadas, desempenhando um papel importante no resultado financeiro da companhia. Essa associação se mostra positiva entre o desempenho de uma empresa e a alavancagem, onde por meio de um conjunto de ajustes de custos de agência a mesma maximiza os seus resultados. Além disso, projetos de baixa qualidade geram um maior custo de capital e afetam o nível de assimetria de informação, sendo responsabilidade do conselho de administração planejar a estrutura de capital para que as empresas possam controlar o grau de liquidez e solvência (NGUYEN et al., 2023). Al Amosh et al. (2022) também abordam que a administração das empresas é responsável por promover uma estrutura de capital ótima, que possibilite alcançar as metas estabelecidas.

Nesse sentido, as empresas possuem metas financeiras, que estão ligadas a maximização dos lucros e ao aumento do desempenho financeiro e diversas metas não financeiras decorrentes dos anseios das partes interessadas, como por exemplo, o engajamento em atividades ambientais e sociais e até mesmo a promoção do desenvolvimento sustentável (AL AMOSH et al., 2022). A queda do desempenho financeiro de uma empresa abaixo do nível desejado motiva a busca por novas ações estratégicas, levando à adoção de práticas ESG aprimoradas. Os gestores das empresas devem demonstrar agilidade na gestão de possíveis controvérsias relacionadas ao ESG, a fim de evitar ameaças futuras de falência (DASGUPTA, 2022).

Estudos têm concluído que a integração da responsabilidade social na estratégia corporativa e na gestão estratégica de todas as dimensões da RSC fortalece o crescimento corporativo, proporciona vantagens competitivas e contribui para o desenvolvimento sustentável da sociedade. Empresas que abordam estrategicamente a RSC obtêm melhores resultados econômicos e ao adotarem diferentes estratégias, tendem a optar por um *mix* variado de atividades de RSC para fortalecer o crescimento corporativo (FUCHSOVÁ, 2022). Deste modo, o desenvolvimento de políticas sobre estrutura de capital e RSC tendem a diminuir o risco das empresas e auxiliar para que estas apresentem a continuidade dos negócios em condições adversas (HUANG; YE, 2021).

Estudos analisaram a relação entre RSC e estrutura de capital, considerando o impacto das atividades de RSC na estrutura de capital (BENLEMLIH, 2017; GRABINSKA et al., 2021; DIMITROPOULOS; KORONIOS, 2021) e a relação entre divulgação ESG e estrutura de capital (ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022). Contudo, são incipientes os estudos que analisaram o impacto da estrutura de capital na divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022).

Evidências encontradas na literatura sugerem os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG das empresas (AL AMOSH et al., 2022). Os resultados de Al Amosh et al. (2022) revelaram que o financiamento por meio de capital de terceiros (Passivo Circulante e Passivo Não Circulante) melhora a divulgação ambiental, social e de governança (ESG) de empresas da Jordânia. Por outro lado, o financiamento a partir de capital próprio (Patrimônio Líquido) não afetou a divulgação ESG das empresas analisadas. Tais resultados indicam que as empresas da Jordânia estão buscando reduzir os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) ao investir em atividades ESG. Outra justificativa para estes resultados é que as empresas analisadas estão utilizando capital de terceiros para o atingimento das metas não financeiras, que é o caso da divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022).

Ortas, Gallego-Alvarez e Etxeberria (2015), Elfeky (2017) e Chen et al. (2021) também constataram uma relação positiva entre alavancagem financeira (endividamento) e engajamento das empresas em responsabilidade ambiental. Conforme a Teoria da Agência, a alavancagem das empresas está positivamente associada com a divulgação ambiental corporativa, em função dos conflitos de interesses decorrentes do endividamento, pois empresas com um nível alto de dívidas, possuem maiores custos de agência, em decorrência da possibilidade de transferência de riqueza dos detentores de dívidas para os acionistas (ORTAS; GALLEGO-ALVAREZ; ETXEBERRIA, 2015).

Deste modo, ao aumentar a divulgação de informações ambientais e sociais, as empresas podem reduzir seus custos de agência e os conflitos de interesses entre proprietários e gerentes e assim, empresas com maior alavancagem tendem a assumir uma maior divulgação de suas responsabilidades ambientais (ORTAS; GALLEGO-ALVAREZ; ETXEBERRIA, 2015). Contudo, um maior índice de alavancagem significa uma maior flutuação dos lucros e conseqüentemente um maior risco corporativo. Portanto, as empresas altamente endividadas cumprem suas responsabilidades ambientais e sociais para evitar o aumento dos seus encargos financeiros (CHEN et al., 2021).

Assim, denota-se que a estrutura de capital das empresas pode auxiliar no aprimoramento da divulgação ESG. De acordo com Elfeky (2017), as empresas que possuem altos índices de endividamento tendem a divulgar mais informações voluntárias para tranquilizar seus credores e para atender os interesses destas partes interessadas, bem como, para prolongar o período do contrato da dívida. Além disso, a RSC pode ser considerada uma ferramenta corretiva para empresas com alto endividamento, pois irá protegê-las da falência. A Teoria *Trade Off* sugere que as empresas superalavancadas possuem maior probabilidade de enfrentar dificuldades financeiras (HUANG; YE, 2021). Nesse sentido, as decisões acerca da

estrutura de capital auxiliam a reduzir o risco de falência quando as empresas estão com dificuldades financeiras, bem como, a RSC, pois tende a preservar o valor da empresa. Assim, um alto nível de dívida com risco de dificuldades financeiras pode destacar ainda mais o papel importante da RSC (HUANG; YE, 2021).

Outro argumento que justifica os efeitos benéficos da estrutura de capital na divulgação ESG, parte dos argumentos de Benlemlih (2017), pois abordam que as empresas altamente engajadas com a RSC, dependem da estrutura de capital (dívidas) para desenvolver seus planos de sustentabilidade e melhorar a sua reputação. Este fato pode melhorar a relação da empresa com as suas partes interessadas, levando-os a se envolverem mais com a empresa em função do seu compromisso transparente com o meio ambiente e com a sociedade (AL AMOSH et al., 2022). Neste contexto, a assimetria de informação é um problema que impacta na alocação de recursos financeiros e deste modo, os gestores tendem a divulgar informações adicionais, consideradas voluntárias. Kim e Park (2023) revelaram que a divulgação ESG reduz a assimetria de informação, sendo favorável as corporações adotarem atividades ESG afim de manterem seu desempenho. No entanto, os teóricos da agência abordam que deve haver incentivos para que os gestores realizem divulgações adicionais (OMRAN; EL-GALFY, 2014).

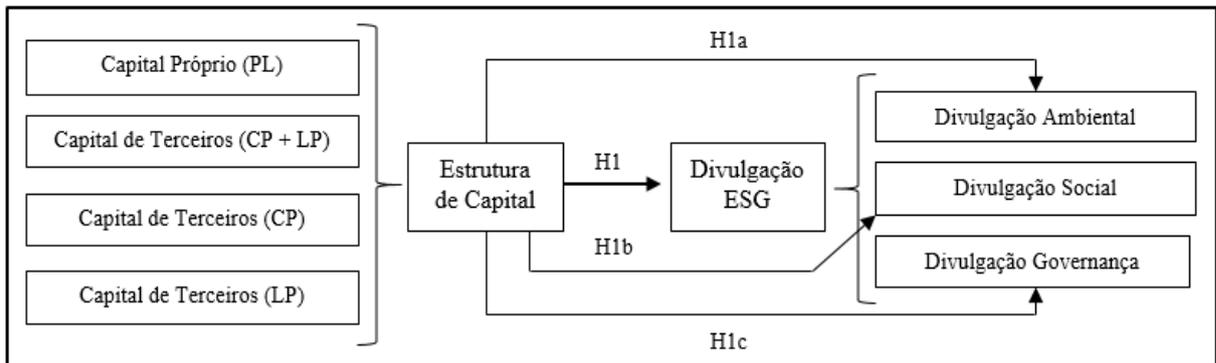
Portanto, as empresas podem considerar diversas fontes (capital próprio ou de terceiros) para financiar as suas atividades, equilibrando desta forma seus interesses estratégicos na maximização de lucros e também na sua responsabilidade ambiental e social (AL AMOSH et al., 2022). Assim, com base na Teoria da Agência, *Pecking Order*, *Trade Off* e resultados de estudos anteriores, pressupõem-se uma relação positiva entre a estrutura de capital (*mix* de dívidas e patrimônio líquido) das empresas e a sua divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022).

A partir da discussão supracitada, elaboraram-se as seguintes hipóteses do estudo:

H1. *Há efeitos positivos e significativos da estrutura de capital na divulgação ESG, ambiental (H1a), social (H1b) e de governança (H1c).*

Na sequência, na Figura 1, aborda-se o modelo teórico de análise e as respectivas hipóteses propostas no estudo.

Figura 1 - Modelo teórico de análise e hipóteses da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir da Figura 1, denota-se que a H1 visa evidenciar o efeito direto das quatro variáveis de estrutura de capital na divulgação ESG total. As hipóteses H1a, H1b e H1c buscam determinar os efeitos da estrutura de capital em cada um dos pilares ESG (ambiental, social e de governança corporativa).

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Neste capítulo apresenta-se o método e os procedimentos aplicados no desenvolvimento da pesquisa. Inicialmente, evidencia-se o delineamento da metodologia utilizada neste estudo. Em seguida, são expostos os detalhes sobre a população e a amostra, bem como, os constructos da pesquisa e os procedimentos adotados para a coleta e análise dos dados. Por fim, são discutidas as limitações do trabalho.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Esta pesquisa objetiva analisar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança (ESG) de empresas pertencentes ao grupo BRICS. Com base neste objetivo, na sequência, apresenta-se o enquadramento metodológico da pesquisa no que tange aos objetivos, procedimentos técnicos e abordagem do problema.

Em relação aos objetivos, o estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, pois seu objetivo principal é verificar se a estrutura de capital (endividamento) das empresas do grupo BRICS explica a divulgação ESG (ambiental, social e de governança). As pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população/fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis, e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados (GIL, 2019).

A pesquisa documental caracteriza-se pela fonte de coleta de dados restrita a documentos, constituindo o que se denomina de fontes primárias, que podem ser obtidas no momento em que o fato ocorre ou depois (LAKATOS, 2021). Deste modo, no que tange os procedimentos técnicos, o estudo classifica-se como documental, pois os dados relativos a todas as variáveis de análise (dependentes, independentes e de controle) foram coletados na base de dados *Refinitiv Eikon*[®] e tais informações são relativas ao período que compreende 2015 a 2022.

Quanto a abordagem do problema, esta pesquisa enquadra-se como quantitativa, pois utilizará técnicas estatísticas para quantificar as informações financeiras (estrutura de capital) e a divulgação ESG das empresas foco de estudo. As pesquisas quantitativas são voltadas a descrição, previsão e explicação, bem como para dados mensuráveis ou observáveis. Desta forma, se valem de instrumentos predeterminados, dados numéricos, número considerável de casos para desenvolver análises estatísticas, descrições de tendências, relação entre variáveis, comparação de resultados com estudos anteriores (MARCONI; LAKATOS, 2022). Destaca-se

que as técnicas estatísticas utilizadas são a Estatística Descritiva, a Correlação de Pearson e a Regressão Linear Múltipla (*Ordinary Least Square - OLS*), com erros padrões robustos.

Em síntese, o delineamento desta pesquisa é descritivo, documental e quantitativo.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo é composta pelas empresas listadas nas Bolsas de Valores localizadas nos países Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS). A amostra compreendeu as empresas que apresentaram todas as informações necessárias para o desenvolvimento da pesquisa. A Tabela 1 apresenta o delineamento da amostra analisada.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa

Painel A – População e Amostra						
	Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul	Total
População	477	648	5.347	6.587	259	13.318
(-) Empresas com LL e PL negativo	33	2	21	177	25	258
(-) Setor Financeiro	80	60	888	282	49	1.359
(-) Empresas sem nenhuma informação	309	555	4.347	5.844	117	11.172
Total (Amostra)	55	31	91	284	68	529
Painel B – Amostra por setores classificados pelo GICS						
Setores	Empresas		%			
Consumo Cíclico	63		11.91			
Consumo Não Cíclico	60		11.34			
Energia	40		7.56			
Industrial	84		15.88			
Imobiliário	36		6.81			
Materiais Básicos	90		17.01			
Saúde	55		10.40			
Serviços Acadêmicos e Educacionais	3		0.57			
Tecnologia da Informação	57		10,77			
Utilidades	41		7,75			
Total	529		100%			

LL: Lucro Líquido; PL: Patrimônio Líquido; GICS: *Global Industry Classification Standard*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 1, a população do estudo representou o total de 13.318 empresas localizadas em cinco países (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). Desta população, foram excluídas as empresas com lucro líquido e patrimônio líquido negativo, empresas do setor financeiro (GICS *Code* 40) e empresas que não continham informações em nenhum dos anos sobre as variáveis analisadas. Justifica-se a exclusão das empresas financeiras, pois tais empresas apresentam características diferentes e, portanto, devem ser analisadas de forma individual (CRESPI; MIGLIAVACCA, 2020; HUANG; YE, 2021).

Portanto, a amostra compreendeu 529 empresas (Painel A), em que se pode observar a maior representatividade de empresas dos países como China e Índia. No Painel B apresenta-se a divisão das empresas pelos 10 setores classificados pelo Padrão Global de Classificação da Indústria (*Global Industry Classification Standard – GICS*), em que se percebe a maior quantidade de empresas enquadradas no setor de materiais básicos, seguido de indústrias.

A amostra foi analisada durante os anos de 2015 a 2022, a qual totalizou 3.487 observações para os países pesquisados, visto que o painel de dados é desbalanceado no que tange a divulgação ESG, pois nos períodos entre 2015 a 2018 houve uma menor divulgação ESG quando comparado aos períodos posteriores da análise (2019 a 2022). Justifica-se a análise deste período, pois estudos ligados às temáticas de divulgação ESG e estrutura de capital analisaram de oito a nove anos, como por exemplo, Adeneye, Kammoun e Ab Wahab (2022): 2012 a 2019 e Al Amosh et al. (2022): 2012 a 2020.

Na sequência, apresentam-se os constructos utilizados no estudo.

3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA

Para responder à questão problema da pesquisa, foram utilizadas quatro variáveis dependentes para mensurar a divulgação ESG. No Quadro 3 evidenciam-se as variáveis dependentes pesquisadas.

Quadro 3 - Variáveis dependentes (ESG)

Variáveis dependentes	Definição/Operacionalização	Autores
Divulgação ESG total (ESG)	Divulgação ambiental, social e de governança refere-se a divulgação total de sustentabilidade das empresas (AL AMOSH et al., 2022; <i>REFINITIV EIKON</i> , 2023). Esta variável foi medida por meio de um percentual de 0 a 100%.	Al Amosh et al. (2022);
Divulgação Ambiental (AMB)	Refere-se a impactos ambientais, política ambiental, gestão de resíduos, gestão da água, fonte primária de energia, intensidade energética e consumos de energia indireta e direta (AL AMOSH et al., 2022; <i>REFINITIV EIKON</i> , 2023). Esta variável foi medida por meio de um percentual de 0 a 100%.	Huang e Ye (2021); Al Amosh et al. (2022);
Divulgação Social (SOC)	Refere-se a saúde, trabalho comunitário, qualificação de funcionários, doações, diversidade no conselho, política de direitos humanos, trabalho infantil, taxa de lesões, não discriminação, diversidade de gênero, taxa de rotatividade de funcionários, taxa de remuneração por gênero e taxa de remuneração do CEO (AL AMOSH et al., 2022; <i>REFINITIV EIKON</i> , 2023). Esta variável foi medida por meio de um percentual de 0 a 100%.	Huang e Ye (2021); Al Amosh et al. (2022);

Divulgação Governança (GOV)	Indica a transparência tributária, código de suborno/anticorrupção, código de conduta ética, código de conduta do fornecedor, práticas trabalhistas justas, remuneração incentivada, votação confidencial e separação de poderes no conselho CEO (AL AMOSH et al., 2022; <i>REFINITIV EIKON</i> , 2023). Esta variável foi medida por meio de um percentual de 0 a 100%.	Al Amosh et al. (2022);
-----------------------------	--	-------------------------

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação as variáveis independentes, a estrutura de capital também foi composta por quatro variáveis. No Quadro 4 evidenciam-se as variáveis de estrutura de capital, sua definição/operacionalização e autores que utilizaram estas variáveis nas relações propostas nesta pesquisa. Estas variáveis referem-se ao financiamento das empresas, que considera a preferência por financiamento de dívida através de capital de terceiros ou capital próprio (AL AMOSH et al., 2022).

Quadro 4 - Variáveis independentes (Estrutura de Capital)

Variáveis independentes	Definição/Operacionalização	Autores
Capital Próprio (CP)	Refere-se ao valor do Patrimônio Líquido das empresas (Capital próprio), dividido pelo Ativo Total.	Al Amosh et al. (2022);
Capital de Terceiros - Dívida Total (DT)	Refere-se ao valor das dívidas totais (PC + PNC) das empresas (Capital de Terceiros), dividido pelo Ativo Total.	Al Amosh et al. (2022);
Capital de Terceiros - Dívida de Curto Prazo (DCP)	Refere-se ao valor das dívidas de curto prazo (PC) das empresas (Capital de Terceiros), dividido pelo Ativo Total.	Al Amosh et al. (2022);
Capital de Terceiros - Dívida de Longo Prazo (DLP)	Refere-se ao valor das dívidas de longo prazo (PNC) das empresas (Capital de Terceiros), dividido pelo Ativo Total.	Al Amosh et al. (2022);

PC: Passivo Circulante; PNC: Passivo Não Circulante.

Fonte: Dados da pesquisa.

Além das variáveis de divulgação ESG e estrutura de capital, também foram utilizadas três variáveis de controle: Retorno sobre o Ativo (ROA), índice de Liquidez e tamanho da empresa, conforme apresentado no Quadro 5. Ressalta-se que também foram aplicados controles para o setor, ano e país.

Quadro 5 - Variáveis de controle

Variáveis independentes	Definição/Operacionalização	Autores
Retorno sobre Ativo (ROA)	O indicador ROA mede o retorno da empresa em relação ao seu valor contábil e é calculado por meio da divisão do EBIT da empresa pelo ativo total.	Huang e Ye (2021); Al Amosh et al. (2022);
Índice de Liquidez (IL)	Refere-se ao índice de liquidez corrente, que visa demonstrar a capacidade de uma empresa de quitar todas suas dívidas a curto prazo, sendo calculado pela divisão do Ativo Circulante pelo Passivo Circulante.	Al Amosh et al. (2022);
Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa.	Huang e Ye (2021); Al Amosh et al. (2022);
Efeitos fixos setor	Principal atividade da empresa. Variável dicotômica. Classificação da <i>Refinitiv Eikon</i> .	-
Efeitos fixos ano	Variável dicotômica de ano. Período de análise: 2015 a 2022.	-
Efeitos fixos país	Variável dicotômica do país no qual as empresas estão localizadas.	-

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação às variáveis de controle, estas podem impactar a divulgação ESG das empresas (AL AMOSH et al., 2022), e, portanto, optou-se por utilizar essas variáveis como de controle. Em relação a variável tamanho (TAM), conforme Chen et al. (2021), as grandes empresas apresentam uma maior capacidade de exercer a governança corporativa quando comparado as empresas menores. Além disso, suas atividades comerciais são mais estáveis em função de possuir mais recursos de capital e humanos (CHEN et al., 2021).

No que tange o desempenho financeiro (ROA), este indicador pode ser considerado uma condição econômica para as empresas se engajarem em responsabilidades ambientais. Portanto, um baixo desempenho financeiro pode diminuir a atenção das empresas para as questões ambientais (CHEN et al., 2021).

Em sequência, são apresentados os procedimentos de coleta e análise dos dados que foram realizados.

3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

As informações referentes à divulgação ESG (geral, ambiental, social e de governança) e as variáveis relacionadas a estrutura de capital (capital próprio, dívida total, dívida de curto prazo e dívida de longo prazo), assim como, as variáveis de controle (ROA, IL e TAM) foram coletadas no banco de dados *Refinitiv Eikon*[®]. Deste modo, esta pesquisa utilizou dados secundários para o seu desenvolvimento. A coleta dos dados foi realizada no mês de abril de

2023. Na sequência, são descritos os procedimentos de análise dos dados.

Após a coleta dos dados, as informações foram tabuladas e importadas para o *software* estatístico Stata[®] para a realização do tratamento dos dados. Inicialmente realizou-se: i) a *winsorização* das variáveis, na sequência, ii) a estatística descritiva, iii) a correlação de *pearson* entre as variáveis e por fim, aplicou-se iv) os pressupostos da regressão, para rodar a v) Regressão Linear Múltipla, com erros padrões robustos nas relações propostas. Posteriormente, apresenta-se um detalhamento do processo de análise dos dados.

i) *Winsorização* a 1% de todas as variáveis contínuas, com o intuito de evitar os efeitos de *outliers* na amostra investigada. Este procedimento permite que todas as informações (dados) permaneçam na amostra, de modo que as observações consideradas extremas (*outliers*), tornam-se menos extremas na amostra analisada (BARNETT; LEWIS, 1994).

ii) Estatística descritiva para evidenciar a média, mínimo, máximo e o desvio padrão de todas as variáveis foco de análise.

iii) Correlação de *pearson* para verificar se as variáveis independentes (estrutura de capital) apresentam correlação com as variáveis dependentes (divulgação ESG) do modelo. Além disso, por meio da correlação também é possível identificar se não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis analisadas, visto que um coeficiente de correlação acima de 0,70 indica tais problemas (HAIR et al., 2005).

iv) Pressupostos da regressão: para validar os resultados da Regressão Linear Múltipla, os seguintes testes foram aplicados nos dados:

- Teste de normalidade: para verificar a distribuição dos resíduos, aplicou-se o teste *Jarque-Bera*. Caso os resultados revelarem que os resíduos não apresentam distribuição normal, mas o tamanho da amostra é suficientemente grande, pode-se supor que os coeficientes apresentam distribuição assintoticamente normal, fundamentando-se este resultado no Teorema do Limite Central (BALTAGI, 2005).

- Teste de autocorrelação: para identificar a ausência de autocorrelação dos resíduos, aplicou-se o teste *Durbin Watson*.

- Teste de heteroscedasticidade: aplicou-se o teste de *Breusch-Pagan-Godfrey* para identificar se os resíduos são homoscedásticos. Contudo, quando existe heteroscedasticidade nos dados, realiza-se a correção dos erros-padrões por meio da matriz de variância-covariância de *White*, tornando-os robustos na presença de heteroscedasticidade.

- Teste de multicolinearidade: para identificar a presença de multicolinearidade nas variáveis, utilizou-se o teste Fator de Inflação de Variância (*Variance Inflation Factor* - VIF). Há presença de multicolinearidade em uma regressão quando o teste VIF apresenta valor igual

ou superior a 10, ou igual ou superior a 5, quando da realização de uma análise mais criteriosa (MAROCO, 2007; FÁVERO et al., 2009).

- Teste de linearidade: a partir do teste ANOVA é possível identificar se há linearidade nos dados, ou seja, se alguma das variáveis independentes (estrutura de capital) e de controle irão explicar as variáveis dependentes do estudo (divulgação ESG). Há linearidade nos dados quanto obtêm-se significância estatística do modelo de regressão.

- Teste de endogeneidade: para identificar a presença de variáveis endógenas (endogeneidade) nos modelos de regressão, aplicou-se o teste de *Hausman* (WOOLDRIDGE, 2013). Caso são identificadas variáveis independentes endógenas, o modelo deve ser estimado por meio dos Mínimos Quadrados de dois estágios (2SLS - *Two-Stage Least Squares*).

v) Regressão Linear Múltipla (OLS): a partir desta técnica foi possível identificar se a estrutura de capital explica a divulgação ESG de empresas de países do grupo BRICS.

O modelo de regressão que visa analisar os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG é apresentado na sequência. Destaca-se que se espera uma relação positiva e significativa entre a estrutura de capital e a divulgação ESG das empresas do grupo BRICS:

$$\text{Divulgação ESG} = \beta_0 + \beta_1 \text{CP} + \beta_2 \text{DT} + \beta_3 \text{DCP} + \beta_4 \text{DLP} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{IL} + \beta_7 \text{TAM} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \text{Efeitos Fixos País} + \varepsilon$$

Onde:

Divulgação ESG = refere-se à divulgação ESG total, ambiental, social e de governança;

β_0 = Constante do modelo;

β_1 a β_7 = Parâmetros das variáveis explicativas;

CP = Capital Próprio;

DT = Dívida Total;

DCP = Dívida de Curto Prazo;

DLP = Dívida de Longo Prazo;

ROA = Retorno sobre o ativo;

IL = Índice de liquidez;

TAM = Tamanho da empresa;

ε = Erro da regressão.

Ressalta-se que esta equação de regressão foi aplicada em cada uma das variáveis dependentes do modelo que se referem a divulgação ESG (ESG geral, ambiental, social e

governança). Para tanto, quatro regressões foram operacionalizadas com as empresas da amostra, para cada uma das variáveis que compreendem a divulgação ESG. Além disso, os modelos foram rodados com todas as empresas do grupo BRICS de forma conjunta.

Em relação aos pressupostos dos modelos de regressão, ressalta-se que o problema de heterocedasticidade foi solucionado mediante a utilização de erros padrões robustos e o pressuposto da normalidade dos dados foi relaxado em função do número de observações. Os resultados dos demais pressupostos (*Durbin Watson*, ANOVA e VIF) estão evidenciados na Tabela 4 da análise dos resultados. Por fim, os resultados são apresentados por meio de tabelas, para facilitar o entendimento dos resultados que suportam as conclusões obtidas.

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Uma limitação que emerge deste estudo consiste na amostra, pois optou-se por analisar um bloco econômico considerado emergente em detrimento de outros blocos econômicos com países em desenvolvimento. Outra limitação da pesquisa está relacionada as variáveis utilizadas para o desenvolvimento do estudo, pois outras métricas podem ser utilizadas para mensurar a sustentabilidade organizacional, como por exemplo, a RSC, empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), dentre outras métricas e esta pesquisa optou pela metodologia ESG.

Outra limitação identificada corresponde à metodologia utilizada, pois o desenvolvimento da pesquisa com uma abordagem exclusivamente quantitativa pode limitar o entendimento de alguns resultados, no que tange a relação proposta (estrutura de capital e ESG). Além disso, por não retratar todos os fatores que impactam a divulgação ESG das empresas, o que poderia ser explicado de uma maneira mais aprofundada pela abordagem qualitativa. Destaca-se ainda, que outras teorias podem ser consideradas para explicar os resultados, como por exemplo, a Teoria da Divulgação, Teoria da Legitimidade e Teoria dos *Stakeholders*.

No entanto, mesmo reconhecendo-se a existência de tais limitações, entende-se que estas não invalidam o desenvolvimento desta pesquisa, visto o rigor dos procedimentos metodológicos estabelecidos para a coleta e análise dos dados, bem como dos tratamentos estatísticos realizados para mitigar tais limitações.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da realização do estudo. Inicialmente, evidencia-se a evolução da divulgação ESG das empresas no período analisado. Posteriormente, os resultados da correlação entre as variáveis. Na sequência, são apresentados os resultados dos efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG, que visam o atendimento da questão problema, objetivos e hipóteses da pesquisa. Por fim, realiza-se a discussão dos resultados com a literatura e estudos anteriores.

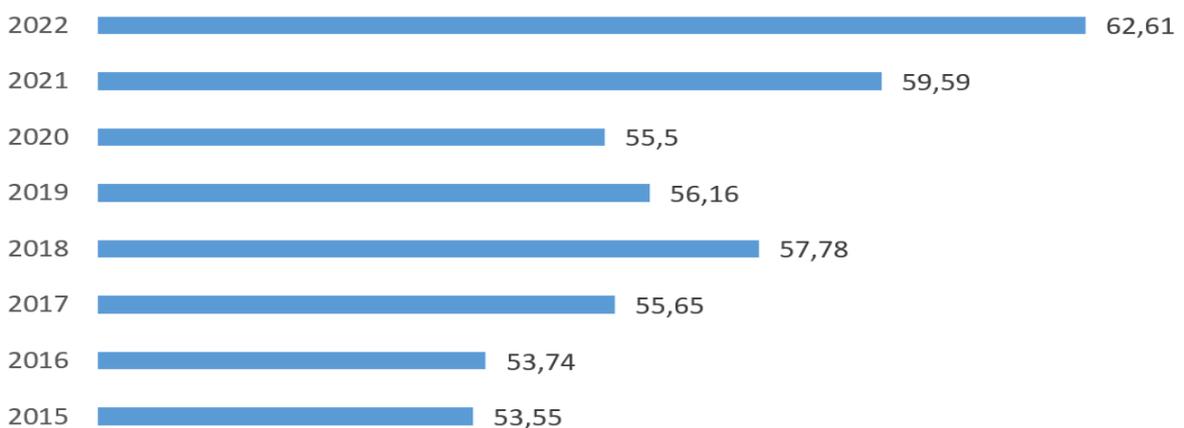
4.1 EVOLUÇÃO DA DIVULGAÇÃO ESG

Nesta seção inicial da análise dos dados, apresentam-se os resultados da evolução da divulgação ESG das empresas de cada país da amostra (Gráfico 1, 2, 3, 4 e 5) durante o período analisado (2015 a 2022) e também a evolução de forma conjunta das empresas de todos os países (Gráfico 6) para o atendimento do objetivo específico “a”.

O Gráfico 1 apresenta a evolução da divulgação ESG geral das empresas brasileiras listadas na B3, que divulgaram informações sobre as questões ambientais, sociais e de governança corporativa em seus relatórios anuais no período de 2015 a 2022.

Gráfico 1 - Evolução ESG das empresas brasileiras de 2015 a 2022

Média pontuação ESG geral anual - Brasil



Fonte: Dados da pesquisa.

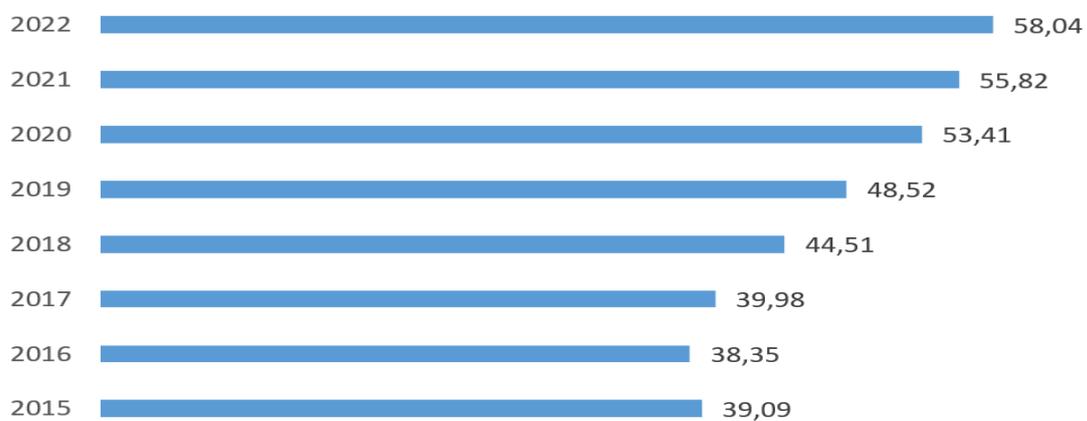
De uma população de 477 empresas brasileiras, apenas 55 delas apresentaram os dados necessários para a pesquisa no período analisado. Conforme o Gráfico 1, o ano de 2015 teve a

menor pontuação média, sendo 53,55 em uma escala de 0 a 100. Ao longo dos anos, pode-se observar um aumento não linear na média da pontuação ESG, devido à amostra englobar as mesmas empresas. Comparando 2015 com 2022, as companhias apresentaram um aumento de 16,92% na média da pontuação, chegando a 62,61, o que demonstra que as empresas brasileiras estão buscando divulgar informações sobre sustentabilidade empresarial.

A evolução da divulgação ESG das empresas russas está elencada no Gráfico 2.

Gráfico 2 - Evolução ESG das empresas russas de 2015 a 2022

Média pontuação ESG geral anual - Rússia



Fonte: Dados da pesquisa.

Para o desenvolvimento do Gráfico 2, utilizou-se uma amostra de 31 empresas de uma população de 648 empresas da Rússia, pois somente estas apresentaram os dados necessários para a realização da pesquisa. Segundo o Gráfico 2, destaca-se que o ano de 2016 apresentou a menor pontuação média, sendo de 38,35. Nos anos subsequentes contatou-se um crescimento gradativo na pontuação média das companhias, atingindo seu maior patamar em 2022 com 58,04 pontos. Denota-se também que em um período de oito anos, as empresas da Rússia aumentaram 19% as suas divulgações ambientais, sociais e de governança corporativa.

O Gráfico 3 exibe a pontuação das empresas indianas de capital aberto que participaram da amostra do estudo. Embora o país tenha uma população de 5347 empresas, somente 91 delas forneceram os dados necessários para a pesquisa. De acordo com o Gráfico 3, o ano de 2015 registrou a menor pontuação média, 50,35. Juntamente com o Brasil, são os únicos países do bloco BRICS que mantiveram uma média superior a 50 pontos desde o ano de 2015.

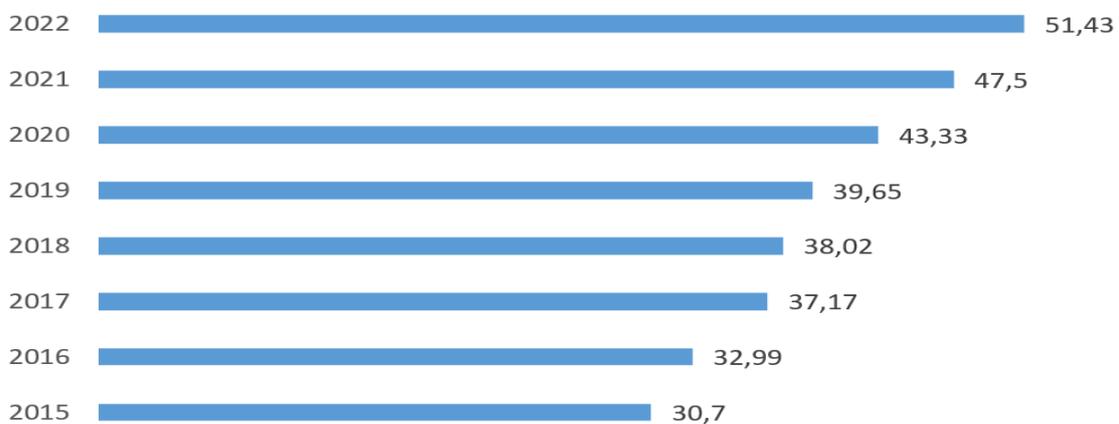
Gráfico 3 - Evolução ESG das empresas indianas de 2015 a 2022
Média pontuação ESG geral anual - Índia



Fonte: Dados da pesquisa.

Das 6587 empresas chinesas (população), 284 companhias apresentaram os dados necessários para a pesquisa. O Gráfico 4 demonstra a evolução geral da pontuação ESG das empresas chinesas de capital aberto, que tiveram o maior aumento médio. A partir dos resultados, nota-se que em 2015, a média foi de 30,7 pontos, subindo para 51,43 pontos em 2022. As empresas da China destacam-se no grupo BRICS por aumentar em 40% o número de companhias que divulgaram informações sobre divulgação ambiental, social e de governança corporativa no período de 2015 a 2022.

Gráfico 4 - Evolução ESG das empresas chinesas de 2015 a 2022
Média pontuação ESG geral anual - China

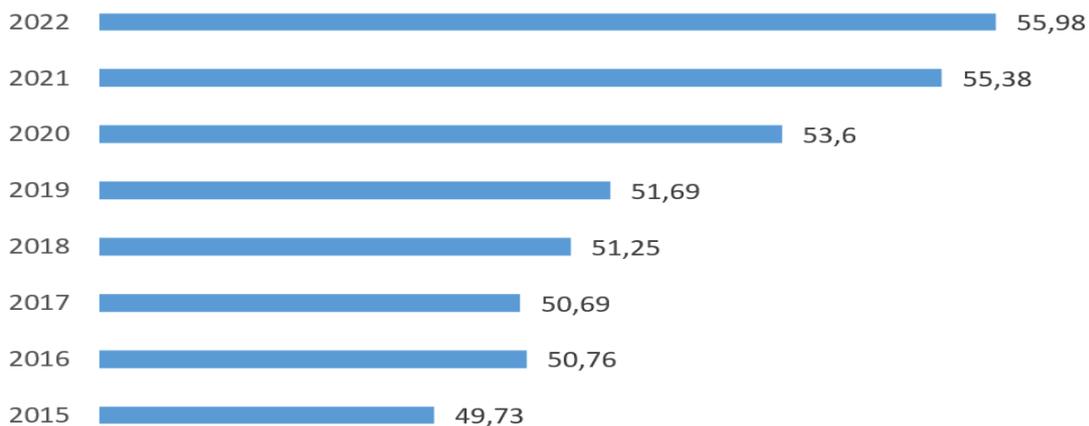


Fonte: Dados da pesquisa.

A amostra das empresas sul-africanas compreendeu 68 empresas de uma população total de 259 companhias. O Gráfico 5 apresenta a média da pontuação ESG dessas companhias, que divulgaram informações ambientais, sociais e de governança corporativa no período de 2015 a 2022. De acordo com o Gráfico 5, pode-se observar que a média da pontuação ESG teve um avanço de 49,73 pontos em 2015, atingindo 55,98 pontos numa escala de 0 a 100 no ano de 2022. Apesar desse progresso da divulgação ESG das empresas da África, as empresas deste país não apresentaram um aumento significativo em sua pontuação ESG, o que revela que nem todas as empresas do grupo BRICS estão engajadas com a divulgação ESG.

Gráfico 5 - Evolução ESG das empresas africanas de 2015 a 2022

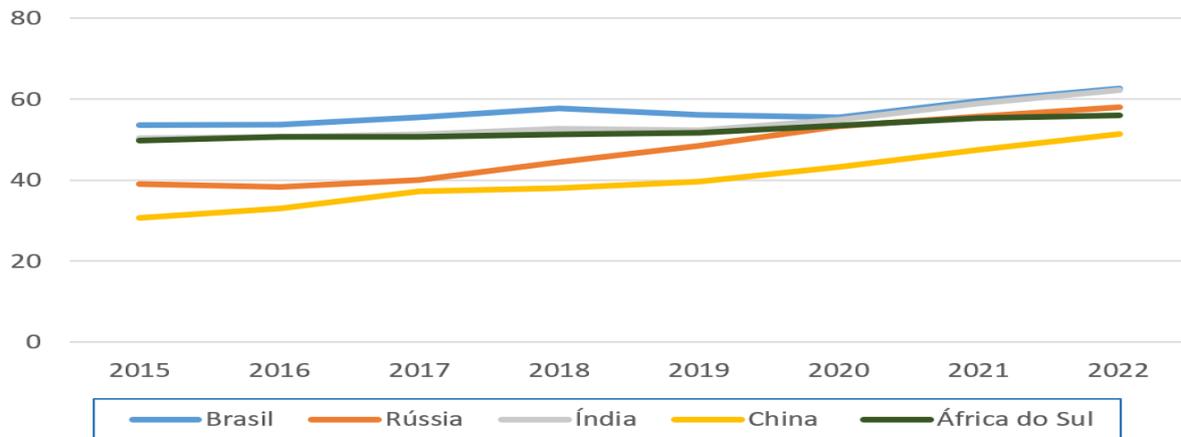
Média pontuação ESG geral anual - África do Sul



Fonte: Dados da pesquisa.

O Gráfico 6 compara a evolução dos cinco países componentes do grupo BRICS. Diante dos países que compõem o bloco, o Brasil apresentou uma média inicial superior aos outros países, seguido por Índia, África do Sul, Rússia e China. Comparando o ano de 2015 com o de 2022, a China registrou o maior aumento percentual em sua média de pontuação ESG, pois apresentava 30,7 e subiu para 51,43 pontos, representando um aumento de 67,52%. Em seguida, destaca-se a Rússia pois obteve um aumento de 48,48%, as empresas da Índia com 23,77%, Brasil (16,92%) e África do Sul (12,57%). Outra questão que merece destaque é que as empresas do grupo BRICS não apresentam discrepâncias elevadas no que tange a divulgação ESG, contudo, necessitam aprimorar as divulgações voltadas a parte ambiental, social e de governança corporativa.

Gráfico 6 - Evolução ESG das empresas do grupo BRICS de 2015 a 2022
Média pontuação ESG geral anual - BRICS



Fonte: Dados da pesquisa.

No geral, os resultados evidenciam o aumento da divulgação ESG no âmbito ambiental, social e de governança corporativa como uma tendência nos países pertencentes ao bloco econômico do BRICS. Além disso, revelam uma crescente divulgação das informações ESG por parte das empresas analisadas no grupo BRICS, o que indica uma adesão cada vez maior às práticas de sustentabilidade em seus negócios.

A seguir, apresentam-se os resultados da estatística descritiva e matriz de correlação.

4.2 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A Tabela 2 resume a análise estatística descritiva para as variáveis analisadas no estudo. Esta análise visa o atendimento do objetivo específico “b”.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Divulgação ESG	3.22	93.11	48.74	18.09
Divulgação Ambiental (AMB)	0.22	97.27	45.22	23.16
Divulgação Social (SOC)	0.69	96.84	47.09	23.30
Divulgação Governança (GOV)	0.56	98.21	54.59	21.02
Capital Próprio (CP)	0.072	0.93	0.43	0.18
Capital Terceiros - Dívida Total (DT)	0.038	0.99	0.47	0.17
Capital Terceiros - Dívida Curto Prazo (DCP)	0.01	0.97	0.31	0.16
Capital Terceiros - Dívida Longo Prazo (DLP)	0.01	0.83	0.16	0.14
Retorno sobre Ativo (ROA)	0.02	0.82	0.08	0.07
Índice de Liquidez (IL)	0.06	12.93	1.57	1.02
Tamanho da empresa (TAM)	1.70	5.59	3.78	0.63
Número de Observações	3.487			

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 2, os resultados revelam que a média da divulgação total ESG das empresas do grupo BRICS foi de 48,74%. Em relação aos pilares individuais do ESG, denota-se uma maior média para a divulgação de governança corporativa (54,59%), seguido da divulgação social (47,09%) e ambiental (45,22%). Estes resultados apoiam os argumentos de Ellili (2020), pois abordam que a transparência da informação divulgada pelas empresas é considerada um ponto vital para aumentar a confiança dos *stakeholders*. Além disso, os resultados demonstram uma superioridade das empresas do grupo BRICS na divulgação de governança corporativa, o que sugere que estas empresas realizam uma maior transparência tributária, visam diminuir a corrupção, seguem um código de conduta ética e do fornecedor, levam em consideração práticas trabalhistas justas, remuneração incentivada, bem como, votação confidencial e separação de poderes do CEO no conselho de administração (AL AMOSH et al., 2022; *REFINITIV EIKON*, 2023).

No que tange as variáveis independentes relacionadas a estrutura de capital, os resultados indicam que o índice médio da dívida de curto prazo sobre o ativo total foi de 31%, enquanto que o índice da dívida de longo prazo foi de 16%. Já a média percentual da dívida total das empresas do grupo BRICS foi de 47%. Por outro lado, o financiamento médio do capital próprio (Patrimônio Líquido) pode ser considerado relativamente menor que o financiamento médio da dívida total, pois apresentou uma média de 43%. Estes achados sugerem que as atividades das empresas pertencentes ao grupo BRICS dependem mais do financiamento de capital de terceiros do que capital próprio. Além disso, conforme Al Amosh et al. (2022) um aumento nas dívidas em comparação com o Patrimônio Líquido, sinaliza aos acionistas que as empresas tendem a ser mais propensas a depender do financiamento de terceiros do que o capital próprio. No entanto, destaca-se que a diferença entre as médias é de 4%, o que também pode indicar que as empresas analisadas financiam suas atividades, assim como as divulgações ESG com capital de terceiros e capital próprio. Contudo, o financiamento por capital de terceiros pode incorrer em custos para financiar as atividades, o que de certa forma coloca tais empresas em risco de inadimplência no futuro (AL AMOSH et al., 2022).

Com relação às variáveis de controle, os resultados revelaram que o retorno médio sobre os ativos totais das empresas da amostra foi de 8%, o índice de liquidez apresentou uma média de 1,57% e o tamanho médio das empresas analisadas foi de 3,78%. Estas evidências sugerem que as empresas do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul proporcionam um retorno baixo sobre os investimentos realizados no ativo total, contudo, apresentam capacidade de saldar todas as suas obrigações (dívidas) de curto prazo, visto que o índice de liquidez corrente foi maior que 1 e ainda podem ser consideradas empresas com um porte relativamente grande.

A Tabela 3 apresenta os resultados da análise de correlação e multicolinearidade para as variáveis consideradas no estudo.

Tabela 3 - Matriz de correlação das variáveis de pesquisa

	ESG	AMB	SOC	GOV	CP	DT	DCP	DLP	ROA	IL
ESG	1									
AMB	0.836*	1								
SOC	0.885*	0.660*	1							
GOV	0.575*	0.255*	0.284*	1						
CP	-0.032	-0.074*	-0.007	-0.008	1					
DT	-0.024	0.010	-0.061*	0.009	-0.524*	1				
DCP	-0.126*	-0.088*	-0.193*	0.026	-0.555*	0.454*	1			
DLP	0.109*	0.111*	0.139*	-0.017	-0.324*	0.405*	-0.321*	1		
ROA	0.195*	0.128*	0.225*	0.077*	0.268*	-0.268*	-0.213*	-0.092*	1	
IL	-0.005	-0.049*	0.017	0.024	0.506*	-0.510*	-0.377*	-0.20*	0.224*	1
TAM	0.141*	0.240*	0.077*	0.016	-0.365*	0.285*	0.170*	0.162*	-0.253*	-0.239*

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos problemas de multicolinearidade, Hair et al. (2005) sugerem que coeficientes de correlação acima de 0,70 apresentam problemas de multicolinearidade. Deste modo, de acordo com a Tabela 3, os coeficientes de correlação entre as variáveis dependentes e as independentes foram menores que 0,70, assim, pode-se concluir que não há problemas graves de multicolinearidade no modelo analisado no estudo.

Os resultados da correlação entre as variáveis revelaram que o capital próprio se correlaciona negativamente e significativamente apenas com a divulgação ambiental, o que indica que maiores níveis de patrimônio líquido não contribuem para aumentar a divulgação ambiental das empresas analisadas. A dívida total se correlacionou negativa e significativamente com a divulgação social, fato este que sugere que quanto maior é o capital de terceiros das empresas, menores tendem a ser os investimentos realizados em atividades sociais. A dívida de curto prazo de correlacionou negativa e significativamente com a divulgação total ESG, divulgação ambiental e social.

Por outro lado, a dívida de longo prazo apresentou correlação positiva e significativa com a divulgação total ESG, ambiental e social. Estes achados revelam que as dívidas de longo prazo tendem a contribuir para com maiores investimentos em atividades ambientais e sociais, que compõem o ESG. Nas empresas da Jordânia, Al Amosh et al. (2022) também revelaram que a dívida de longo prazo possui uma relação positiva e significativa com a divulgação social, o que denota que esta prática não é exclusiva das empresas do grupo BRICS. Por fim, destaca-se que os resultados da correlação indicaram os benefícios da utilização de dívidas diante da estrutura de capital das empresas (capital próprio e capital de terceiros) (KHOA; THAI, 2021)

para financiar as atividades ESG. No entanto, tais evidências são prévias e necessitam ser confirmadas por meio da análise de regressão que é apresentada na sequência.

4.3 EFEITOS DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA DIVULGAÇÃO ESG

A Tabela 4 apresenta os resultados da análise de regressão para os modelos propostos no estudo, e consideram quatro variáveis dependentes (ESG, ambiental, social e governança). Além disso, tais resultados permitem o atendimento do objetivo específico “c” e “d”.

Tabela 4 - Resultados dos efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG

	Variável Dependente			
	ESG (1)	AMB (2)	SOC (3)	GOV (4)
Constante	(-27.493) 0.000***	(-15.086) 0.000***	(-27.192) 0.000***	(-43.334) 0.000***
Capital Próprio (CP)	(0.257) 0.000***	(0.266) 0.000***	(0.392) 0.000***	(0.106) 0.007***
Dívida Total (DT)	(0.050) 0.509	(-0.034) 0.722	(0.089) 0.348	(0.070) 0.439
Dívida Curto Prazo (DCP)	(19.230) 0.000***	(19.992) 0.000***	(31.676) 0.000***	(0.459) 0.833
Dívida Longo Prazo (DLP)	(4.41) 0.762	(-3.01) 0.108	(9.44) 0.606	(2.50) 0.155
ROA	(0.356) 0.000***	(0.376) 0.000***	(0.529) 0.000***	(0.084) 0.010***
Índice de Liquidez	(0.053) 0.076*	(0.071) 0.066*	(0.076) 0.044**	(0.164) 0.000***
Tamanho da empresa	(5.963) 0.000***	(8.886) 0.000***	(0.238) 0.000***	(1.963) 0.000***
Sig. Modelo	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***
R ²	17.63	12.88	15.33	15.01
<i>Durbin Watson</i>	1.1566	1.3223	1.0828	1.6310
VIF Médio	1.74	1.75	1.70	1.73
<i>Breusch-Pagan-Godfrey</i>	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0001***
<i>Jarque-Bera</i>	0,0001***	0,0001***	0,0000***	0,0000***
EF Setor, Ano e País	Sim	Sim	Sim	Sim
N. Observações	3.487	3.487	3.487	3.486

*** Significância a nível de 1%; ** Significância a nível de 5%; * Significância a nível de 10%; Entre parênteses consta o Coeficiente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos pressupostos da regressão, denota-se que os quatro modelos analisados se apresentaram significativos. O coeficiente de ajuste ou poder de explicação dos modelos (R²), manteve-se entre 12,88% a 17,63%. Com base nos resultados do teste *Durbin-Watson* pode-se confirmar a não rejeição da hipótese nula de não autocorrelação dos resíduos. Todos os modelos não apresentam problemas de multicolinearidade (VIF) nas variáveis analisadas, como também pode ser verificado nos resultados da matriz de correlação (Tabela 3). Em ambos

os modelos (ESG, AMB, SOC e GOV), não foi possível rejeitar a hipótese nula de homoscedasticidade, conforme os achados do teste *Breusch-Pagan-Godfrey*. Além disso, os achados do teste *Jarque-Bera* (normalidade) revelam que há evidências de não-normalidade dos resíduos, no entanto, este pressuposto da regressão linear OLS foi relaxado ao considerar o Teorema do Limite Central, visto o número de observações consideradas nos modelos.

Os resultados da regressão revelaram que o capital próprio apresenta efeitos positivos e significativos na divulgação total ESG, e nos pilares individuais de divulgação ambiental, social e de governança. Deste modo, as hipóteses H1. *Há efeitos positivos e significativos da estrutura de capital na divulgação ESG, ambiental (H1a), social (H1b) e de governança (H1c)* puderam ser confirmadas para a variável capital próprio da estrutura de capital. Estes resultados diferem dos encontrados por Al Amosh et al. (2022), pois não encontraram efeitos do Patrimônio Líquido nas divulgações ESG no contexto da Jordânia. Estas evidências revelam que maiores níveis de Patrimônio Líquido proporcionam maiores investimentos em atividades ESG e conseqüentemente promovem uma maior divulgação ambiental, social e de governança.

No que tange a variável capital de terceiros da estrutura de capital, apenas as dívidas de curto prazo possuem uma relação positiva e significativa com a divulgação total ESG, ambiental e social, o que permite confirmar as hipóteses H1. *Há efeitos positivos e significativos da estrutura de capital na divulgação ESG, ambiental (H1a) e social (H1b)*. Estes achados se assemelham aos encontrados por Ortas, Gallego-Alvarez e Etxeberria (2015), Elfeky (2017), Chen et al. (2021) e Al Amosh et al. (2021), pois para evitar o aumento dos encargos financeiros, as empresas altamente endividadas passam a cumprir as suas responsabilidades sociais e ambientais (CHEN et al., 2021). Além disso, os resultados para o capital de terceiros (dívidas de curto prazo) reforçam a ideia de que as dívidas impulsionam a divulgação de informações não financeiras, como por exemplo, as relativas ao ESG (AL AMOSH et al., 2022) e visam diminuir os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Com relação às variáveis de controle, os resultados revelaram que a rentabilidade (ROA) e o índice de liquidez potencializam a divulgação ESG e todas as suas dimensões (ambiental, social e governança). Estes achados revelam que à medida que os ativos geram maior retorno e as empresas conseguem quitar as suas obrigações de curto prazo, suas atividades tendem a se expandir para a inclusão de práticas voluntárias como por exemplo a divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022). Além disso, estas evidências sugerem que a lucratividade (ROA) é um fator importante para financiar as atividades não financeiras e assim, melhorar a divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022) e que a disponibilidade de caixa aumenta a capacidade de as empresas investirem em questões voltadas a sustentabilidade (GRABINSKA et al., 2021). Chen

et al. (2021) também ressaltam que o desempenho ROA pode ser uma condição econômica para as empresas investirem recursos em responsabilidades ambientais.

Quanto a variável tamanho da empresa, os resultados mostram que empresas maiores apresentam uma maior capacidade de expandir os seus negócios e em especial as suas atividades ambientais, sociais e de governança. De acordo com Chen et al. (2021), as grandes empresas apresentam uma maior capacidade de exercer a governança corporativa quando comparado as empresas menores, o que pode ter influenciado nos resultados encontrados. Al Amosh et al. (2022) também evidenciaram efeitos positivos da rentabilidade, lucratividade e do tamanho da empresa nas divulgações ESG, resultados estes que corroboram os achados do presente estudo.

Diante dos resultados encontrados, denota-se que para as empresas investirem em atividades ESG necessitam recursos próprios e de terceiros (curto prazo), portanto, administrar uma empresa exige recursos tanto internos, quanto externos ou até mesmo a combinação de ambos (KRUK, 2021). Além disso, denota-se que a integração das responsabilidades sociais e ambientais na estratégia corporativa fortalece o crescimento corporativo, sua vantagem competitiva e o desenvolvimento sustentável (FUCHSOVÁ, 2022).

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados do modelo 1, que considera como variável dependente a divulgação ESG total, revelaram que o capital próprio (Patrimônio Líquido) e as dívidas de curto prazo (capital de terceiros) apresentam efeitos positivos na divulgação ESG. Portanto, as empresas do grupo BRICS que possuem capital próprio e índices de endividamento, tendem a divulgar mais informações voluntárias com o objetivo de tranquilizar os credores e atender os anseios das partes interessadas (ELFEKY, 2017).

Quando analisados os pilares ESG de forma individual, os modelos 2 (divulgação ambiental) e 3 (divulgação social) apresentaram resultados similares a divulgação ESG, no caso, o capital próprio e as dívidas de curto prazo influenciam positivamente a divulgação ambiental e social, o que indica que as empresas da amostra que financiam as suas atividades com recursos próprios e de terceiros melhoram as suas divulgações ambientais e sociais. Deste modo, as empresas do grupo BRICS optam por financiar com dívidas de curto prazo e Patrimônio Líquido os custos de suas atividades ambientais e sociais (AL AMOSH et al., 2022).

De acordo com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), ocorre esta relação positiva em função dos conflitos de interesses decorrentes principalmente da alavancagem, pois empresas altamente endividadas apresentam maiores custos de agência (ORTAS; GALLEGO-

ALVAREZ; ETXEBERRIA, 2015). Portanto, elevar a divulgação de informações ambientais e sociais tende a proporcionar uma minimização dos custos de agência e conflitos de interesses entre proprietários e gestores (ORTAS; GALLEGO-ALVAREZ; ETXEBERRIA, 2015). Por outro lado, além de uma maior divulgação de responsabilidades sociais desencadeada por uma maior alavancagem, uma maior flutuação dos lucros e um maior risco corporativo pode ocorrer nas organizações (CHEN et al., 2021). Outra justificativa para os resultados encontrados para o modelo 2 e 3 é que as empresas altamente engajadas em RSC, dependem da estrutura de capital para realizar os seus planos voltados a sustentabilidade e assim, melhorar a reputação corporativa (BENLEMLIH, 2017).

Os resultados do modelo 4 (divulgação de governança) revelaram que o financiamento das empresas da amostra por capital próprio é uma ferramenta importante para melhorar a divulgação de governança corporativa, que permite limitar o controle acionário e a independência dos membros do conselho de administração para a tomada de decisões corporativas (AL AMOSH et al., 2022). Estes achados revelam que níveis mais baixos de dívidas e mais altos de patrimônio líquido são um indicador positivo de gestão eficiente do capital e proporcionam maiores divulgações de governança (AL AMOSH et al., 2022).

No geral, os resultados sugerem que a abordagem de financiamento que a administração das empresas do grupo BRICS segue para financiar as suas atividades consideram as atividades ESG dentro da estratégia, conforme também evidenciado por Al Amosh et al. (2022). Além da consistência dos resultados com a Teoria da Agência, os achados também vão ao encontro dos argumentos da Teoria *Trade-Off* (MILLER, 1977), que aborda que o alcance das metas corporativas depende da escolha do *mix* ideal de dívida para financiar a estrutura de capital (ELLILI, 2020). Os resultados encontrados também são consistentes com a Teoria *Pecking Order* (MYERS; 1984; MYERS; MAJLUF, 1984), pois as empresas analisadas preferem o financiamento das atividades a partir de recursos internos e na sequência externos, por meio de dívidas antes da emissão de ações, como sendo a forma mais apropriada para melhorar as divulgações ambientais, sociais e de governança.

Diante dos resultados, fica evidente o porquê a decisão da estrutura de capital é considerada uma das decisões financeiras vitais para as empresas, pois consiste na combinação ótima de patrimônio líquido e dívidas na busca de redução do custo de capital (ELLILI, 2020), o que proporciona a diminuição do risco para as empresas e um auxílio para que estas apresentem continuidade dos negócios mesmo em condições adversas (HUANG; YE, 2021).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este capítulo apresenta as conclusões obtidas a partir da realização do estudo, as principais implicações dos resultados e as recomendações para estudos futuros.

5.1 CONCLUSÕES

Estudos que analisaram os determinantes da divulgação ESG, observaram os efeitos da governança corporativa (AL AMOSH; KHATIB, 2022a), estrutura de propriedade (AL AMOSH; KHATIB, 2022a; SONG et al., 2023), características das empresas (SHARMA; PANDAY; DANGWAL, 2020; ABDUL RAHMAN; ALSAYEGH, 2021; ZAMIL et al., 2021), composição do conselho de administração (ARAYSSI; JIZI; TABAJA, 2020; HARJOTO; WANG, 2020; SUTTIPUN, 2021; BHATIA; MARWAHA, 2022), cultura nacional (ROY; MUKHERJEE, 2022), governança do país (MOONEEAPEN et al., 2022), características do comitê de auditoria (POZZOLI; PAGANI; PAOLONE, 2022), entre outras variáveis. No entanto, esta pesquisa focou nos efeitos da estrutura de capital na divulgação ambiental, social e de governança de empresas pertencentes ao grupo BRICS no período entre 2015 a 2022.

Conforme Al Amosh et al. (2022), a divulgação ESG significa que a administração das empresas inclui atividades ambientais, sociais e de governança nas suas estratégias, com vistas a reduzir a assimetria informacional, os custos de agência e para satisfazer as partes interessadas. Neste contexto, as evidências da presente pesquisa revelaram que o capital próprio (patrimônio líquido) é primordial para alavancar a divulgação ESG, ambiental, social e de governança de empresas do grupo BRICS. Por outro lado, o capital de terceiros (dívidas de curto prazo) potencializa a divulgação ESG, ambiental e social. Estas evidências indicam que os gestores buscam satisfazer os interesses das partes interessadas e minimizar os conflitos e custos de agência.

Portanto, os achados são consistentes com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), pois a estrutura de capital das empresas analisadas proporciona uma diminuição na assimetria de informações e custos de agência, ao potencializar as divulgações ESG, e, a identificação do *mix* de financiamento adequado para melhorar tais divulgações está de acordo com a Teoria *Trade-Off* (MILLER, 1977) e ainda, os resultados corroboram com a Teoria *Pecking Order* (MYERS; 1984; MYERS; MAJLUF, 1984), pois as decisões ótimas de estrutura de capital (capital próprio e de terceiros) proporcionam maiores investimentos em atividades ESG e o atingimento dos objetivos organizacionais votados a divulgação não financeira.

Os resultados apresentam contribuições teóricas, práticas e sociais importantes para a contabilidade financeira e sustentabilidade empresarial. Do ponto de vista teórico, esta pesquisa contribui ao avançar os estudos sobre a relação entre estrutura de capital e divulgação ESG, ao analisar um grupo de países até o momento não explorado em estudos anteriores. Além disso, a utilização de várias perspectivas teóricas que visam explicar as relações propostas contribui para com o avanço do conhecimento sobre o tema, especialmente em economias emergentes. O estudo também destaca a importância de se analisar não apenas a divulgação ESG como um conceito geral, mas também analisar os pilares ESG de forma individual (ambiental, social e governança) para ter uma melhor compreensão do efeito da estrutura de capital em cada componente (WASIUZZMANN; MOHAMMAD, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Para os gestores das empresas os achados contribuem ao evidenciar que o patrimônio líquido e as dívidas de curto prazo são importantes para o aprimoramento das atividades ESG e a sua posterior divulgação, pois a divulgação ESG é o reflexo das políticas de emissão de gases do efeito estufa e sustentabilidade ambiental da empresa e acabam por moldar suas decisões de investimento e financiamento (ADENEYE; KAMMOUN; AB WAHAB, 2022). Portanto, os achados podem ser considerados na tomada de decisões voltadas ao financiamento das empresas, com vistas a diminuir os custos e conflitos de agência (AL AMOSH et al., 2022). Os bancos também podem levar em consideração os resultados ao fornecer recursos para as empresas, pois assim, estarão contribuindo com o desenvolvimento sustentável e melhorando as divulgações ambientais, sociais e de governança (ESG) (AL AMOSH et al., 2022) das empresas do grupo BRICS. Além disso, Edmans (2023) ressalta a importância da divulgação de informações ESG, pois são fundamentais para o valor (financeiro) de longo prazo de uma empresa e por afetarem o impacto de uma empresa na sociedade em geral.

Como contribuições sociais, destaca-se que os resultados podem orientar os formuladores de políticas na determinação do nível ideal de estrutura de capital que possibilite aumentar o valor para as partes interessadas e conseqüentemente melhorar a divulgação ESG (AL AMOSH et al., 2022), beneficiando as empresas, governo e sociedade em geral. Esta pesquisa contribui para a sociedade ao demonstrar que a estrutura de endividamento das empresas pode proporcionar maiores investimentos em atividades ambientais, sociais e de governança. Assim, políticas públicas podem ser desenvolvidas com vistas a melhorar o financiamento externo para as empresas, para que estas possam destinar maiores recursos a estas atividades e promover deste modo, uma maior sustentabilidade organizacional. Além

disso, é relevante para as companhias que se preocupam não apenas com retornos financeiros, mas também com a confiança da sociedade nos negócios da companhia (EDMANS, 2023).

Desta forma, os resultados da pesquisa abrangem importantes contribuições práticas e sociais, que podem ser consideradas como um incentivo para que os gestores realizem divulgações adicionais (OMRAN; EL-GALFY, 2014).

5.2 RECOMENDAÇÕES

As limitações desta pesquisa apoiam o desenvolvimento de estudos futuros. Os resultados encontrados são limitados ao contexto das empresas do grupo BRICS. Deste modo, sugere-se a realização de novos estudos considerando outros blocos econômicos, como por exemplo, o grupo PIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), pois podem revelar outros achados e adicionar novas evidências à literatura dos efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG.

Pesquisas futuras também podem incorporar a utilização de outras variáveis de sustentabilidade, como por exemplo, a RSC e as empresas listadas no índice ISE (Brasil). Além disso, podem ser observados efeitos moderadores na relação entre estrutura de capital e divulgação ESG. Outra recomendação é a realização de uma pesquisa qualitativa com vistas a estudar com maior profundidade os efeitos da estrutura de capital na divulgação ESG, conforme a visão dos gestores das organizações. Tais evidências poderiam adicionar elementos importantes à discussão das temáticas analisadas e que não podem ser observados a partir do desenvolvimento de um estudo com abordagem predominantemente quantitativa.

REFERÊNCIAS

- ABDUL RAHMAN, R.; ALSAYEGH, M. F. Determinants of Corporate Environment, Social and Governance (ESG) Reporting among Asian Firms. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 167-169, 2021.
- ADENEYE, Y. B.; KAMMOUN, I.; AB WAHAB, S. N. A. Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, *Ahead-of-print*, 2022.
- AL AMOSH, H.; KHATIB, S. F. A. Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board Independence. **Journal of Business and Socio-Economic Development**, v. 2, n. 1, p. 49-66, 2022a.
- AL AMOSH, H.; KHATIB, S. F. A. Theories of corporate disclosure: a literature review. **Corporate Governance and Sustainability Review**, v. 6, n. 1, p. 46-59, 2022b.
- AL AMOSH, H.; KHATIB, S. F.; ALKURDI, A.; BAZHAIR, A. H. Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: Insights from Jordan. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, *Ahead-of-print*, 2022.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de Administração Financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- ARAYSSI, M.; JIZI, M.; TABAJA, H. H. The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 11, n. 1, p. 137-161, 2020.
- ARRIVE, J. T.; FENG, M. Corporate social responsibility disclosure: Evidence from BRICS nations. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 25, n. 5, p. 920-927, 2018.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of panel data**. 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2005.
- BARNETT, V.; LEWIS, T. **Outliers in statistical data**. 2. ed. Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics. Applied Probability and Statistics, 1994.
- BENLEMLIH, M. Corporate social responsibility and firm debt maturity. **Journal of Business Ethics**, v. 144, p. 491-517, 2017.
- BHATIA, S.; MARWAHA, D. The Influence of Board factors and Gender Diversity on the ESG Disclosure Score: A Study on Indian Companies. **Global Business Review**, v. 23, n. 6, p. 1544-1557, 2022.
- CHEN, S.; WANG, Y.; ALBITAR, K.; HUANG, Z. Does ownership concentration affect corporate environmental responsibility engagement? The mediating role of corporate leverage. **Borsa Istanbul Review**, v. 21, n. 1, p. 13-24, 2021.

CLÉMENT, A.; ROBINOT, É.; TRESPEUCH, L. The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. **Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy**, In Press, 2023.

CRESPI, F.; MIGLIAVACCA, M. The determinants of ESG rating in the financial industry: the same old story or a different tale? **Sustainability**, v. 12, n. 16, p. 6398, 2020.

DASGUPTA, R. Financial performance shortfall, ESG controversies, and ESG performance: Evidence from firms around the world. **Finance Research Letters**, v. 46, p. 1-8, 2022.

DEANGELO, H.; MASULIS, R.W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3–29, 1980.

DIMITROPOULOS, P.; KORONIOS, K. **Corporate environmental responsibility and capital structure**. Corporate Environmental Responsibility, Accounting and Corporate Finance in the EU: A Quantitative Analysis Approach. Springer, p. 143-166, 2021.

DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference on Research in Business Finance**, p. 215-262, 1952.

DUQUE-GRISALES, E.; AGUILERA-CARACUEL, J. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of Multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. **Journal of Business Ethics**, v. 168, n. 2, p. 315-334, 2021.

EDMANS, A. The end of ESG. **Financial Management**, v. 52, p. 3–17, 2023.

ELLILI, N. O. D. Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. **Sustainability**, v. 12, n. 18, p. 1-23, 2020.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. D.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FUCHSOVÁ, E. Social Responsibility in the Strategy of Business Entities. **E&M Economics and Management**, v. 25, n. 3, p. 35–52, 2022.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 7. ed. Grupo GEN, 2019.

GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, p. 1-20, 2021.

GRABINSKA, B. et al. The impact of CSR on the capital structure of high-tech companies in Poland. **Sustainability**, v. 13, n. 10, p. 5467, 2021.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman. 2005.

HARJOTO, M. A.; WANG, Y. Board of directors network centrality and environmental, social and governance (ESG) performance. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 20, n. 6, p. 965-985, 2020.

HUANG, H.; YE, Y. Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. **Accounting and Finance**, v. 61, n. 3, p. 4757-4788, 2021.
 JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JORDAAN, A. C. BRICS – quo vadis? **Development Southern Africa**, v. 38, n. 3, p. 454-468, 2021.

KHOA, B. T.; THAI, D. T. Capital Structure and Trade-Off Theory: Evidence from Vietnam. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 8, n. 1, p. 45–52, 2021.

KIM, J. W.; PARK, C. K. Can ESG Performance Mitigate Information Asymmetry? Moderating Effect of Assurance Services. **Applied Economics**, v. 55, n. 26, p. 2993-3007, 2023.

KRUK, S. Impact of capital structure on corporate value—review of literature. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 155-167, 2021.

LAKATOS, E. M. **Técnicas de Pesquisa**. 9. ed. Grupo GEN, 2021.

LI, Y.; GONG, M.; ZHANG, X. Y.; KOH, L. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. **The British Accounting Review**, v. 50, n. 1, p. 60-75, 2018.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica**. 8. ed. Grupo GEN, 2022.

MAROCO, J. **Análise Estatística com utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa, Portugal: Edições Sílabo, 2007.

MANITA, R.; BRUNA, M. G.; DANG, R.; HOUANTI, L. H. Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 19, n. 2, p. 206–224, 2018.

MIELNICZUK, F. BRICS in the Contemporary World: changing identities, converging interests. **Third World Quarterly**, v. 34, n. 6, p. 1075-1090, 2013.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOONEEAPEN, O.; ABHAYAWANSA, S.; MAMODE KHAN, N. The influence of the country governance environment on corporate environmental, social and governance (ESG)

performance. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 13, n. 4, p. 953-985, 2022.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NGUYEN S. L.; PHAM, C. D.; TRUONG, T. V.; PHI, T. V.; LE, L. T.; VU, T. T. T. Relationship between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Vietnamese Listed Companies. **International Journal of Financial Studies**, v. 11, n. 45, p. 1-13, 2023.

OMRAN, M. A.; EL-GALFY, A. M. Theoretical perspectives on corporate disclosure: A critical evaluation and literature survey. **Asian Review of Accounting**, v. 22, n. 3, p. 257–286, 2014.

ORLOVA, S.; HARPER, J. T.; SUN, L. Determinants of capital structure complexity. **Journal of Economics and Business**, v. 110, p. 1-22, 2020.

ORTAS, E.; GALLEGO-ALVAREZ, I.; ETXEBERRIA, I. A. Financial factors influencing the quality of corporate social responsibility and environmental management disclosure: A quantile regression approach. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 22, n. 6, p. 362-380, 2015.

POZZOLI, M.; PAGANI, A.; PAOLONE, F. The impact of audit committee characteristics on ESG performance in the European Union member states: Empirical evidence before and during the COVID-19 pandemic. **Journal of Cleaner Production**, v. 371, p. 133-411, 2022.

REFINITIV EIKON. Pontuações de ESG. 2022. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#methodology>. Acesso em: 3 jul. 2023.

ROY, A.; MUKHERJEE, P. Does national culture influence corporate ESG disclosures? Evidence from cross-country study. **Vision, Ahead of Print**, 2022.

SAINI, N.; SINGHANIA, M.; HASAN, M.; YADAV, M. P.; ABEDIN, M. Z. Non-financial disclosures and sustainable development: A scientometric analysis. **Journal of Cleaner Production**, v. 381, p. 135-173, 2022.

SAMPAIO, T. S. L.; PINHEIRO, A. B.; RODRIGUES, R. C.; LAMEU, E. V. M. Aderência a Teoria Pecking Order pelas firmas brasileiras: uma análise multisetorial. **Revista Ambiente Contábil**, v. 13, n. 1, p. 151–180, 2021.

SHARMA, P.; PANDAY, P.; DANGWAL, R. C. Determinants of environmental, social and corporate governance (ESG) disclosure: a study of Indian companies. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 17, n. 4, p. 208-217, 2020.

- SCHIEMANN, F.; TIETMEYER, R. ESG controversies, ESG disclosure and analyst forecast accuracy. **International Review of Financial Analysis**, v. 84, p. 1-5, 2022.
- SINGHANIA, M.; SAINI, N. Quantification of ESG Regulations: A cross-country benchmarking analysis. **Vison**, v. 26, n. 2, p. 163-171, 2022.
- SONG, D. et al. How does a Regulatory Minority Shareholder influence the ESG Performance? A Quasi-Natural Experiment. **Sustainability**, v. 15, n. 7, p. 6277, 2023.
- SUTTIPUN, M. The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 18, n. 4, p. 391-402, 2021.
- WASIUZZAMAN, S.; MOHAMMAD, W. M. W. Board gender diversity and transparency of environmental, social and governance disclosure: Evidence from Malaysia. **Managerial and Decision Economics**, v. 41, n. 1, p. 145-156, 2020.
- WEINSTEIN, O. The Shareholder model of the corporation, between mythology and reality. **Accounting Economics and Law: A Convivium**, v. 3, n. 1, p. 43–60, 2013.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory Econometrics: A Modern Approach**. Fifth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2013.
- ZEIDAN, R.; GALIL, K.; SHAPIR, O. M. Do ultimate owners follow the Pecking Order Theory? **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 67, p. 45-50, 2018.
- ZHAO, H.; LESAGE, D. Explaining BRICS Outreach: Motivations and Institutionalization. **International Organisations Research Journal**, v. 15, n. 2, p. 68-91, 2020.