



ANTÔNIO CLÉBER DA SILVA

**AGREGAÇÃO DE VALOR EM OFERTAS PÚBLICAS
INICIAIS (IPO), CONSIDERANDO FATORES
SOCIOAMBIENTAIS ESG**

**LAVRAS – MG
2024**

ANTÔNIO CLÉBER DA SILVA

**AGREGAÇÃO DE VALOR EM OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS (IPO),
CONSIDERANDO FATORES SOCIOAMBIENTAIS ESG**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Estratégia de Negócios Globais e Finanças Corporativas, para a obtenção do título de Doutor.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

**LAVRAS – MG
2024**

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

Silva, Antônio Cléber da.

Agregação de valor em Oferta Pública Inicial (IPO), considerando fatores socioambientais ESG / Antônio Cléber da Silva. - 2024.

148 p. : il.

Orientador(a): Francisval de Melo Carvalho.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Lavras, 2024.

Bibliografia.

1. Oferta Pública Inicial (IPO). 2. Agregação de Valor. 3. ESG (Environmental Social and Governance). I. Carvalho, Francisval de Melo. II. Título.

ANTÔNIO CLÉBER DA SILVA

**AGREGAÇÃO DE VALOR EM OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS (IPO)
CONSIDERANDO FATORES SOCIOAMBIENTAIS ESG**

**ADDING VALUE IN AN INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPO) CONSIDERING
SOCIAL AND ENVIRONMENTAL ESG FACTORS**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Estratégia de Negócios Globais e Finanças Corporativas, para a obtenção do título de Doutor.

APROVADO em 26, de novembro, de 2024.

Prof. Dr. Helder Antônio da Silva	IF SUDESTE MG
Prof. Dr. Janderson Martins Vaz	UFLA
Prof. Dr. José Willer do Prado	UFLA
Prof. Dr. Oscar Neto de Almeida Bispo	UFSJ

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

**LAVRAS – MG
2024**

Para Karla, que por mais de três décadas caminha ao meu lado, tanto nos dias luminosos quanto nas fases sombrias. Esta obra é para você, com todo o meu amor e apreço.

Dedico.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos aqueles que de forma direta ou indireta, incentivaram ou apoiaram a realização deste trabalho.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho, por todos os ensinamentos compartilhados. Aos professores José Willer do Prado, Janderson Martins Vaz, Oscar Neto de Almeida Bispo e Helder Antônio da Silva, por terem aceito o convite para participar da banca e principalmente, pelas contribuições para a realização desta tese.

À Universidade Federal de Lavras (UFLA), ao Departamento de Administração e Economia (DAE) e ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) pela possibilidade de cursar o Doutorado. Ao grupo de pesquisa GEINI (Grupo de Economia Industrial e Negócios Internacionais) pelo apoio.

Ao Instituto Federal Sudeste de Minas Gerais, que permitiu meu afastamento integral para dedicação ao doutoramento.

Ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC), da Universidade Federal da Paraíba (UFP), na pessoa do Prof. Dr. Wenner Lucena, que disponibilizou acesso à base *Eikon Thomson Reuters* para coleta de dados utilizados na tese.

Agradeço aos colegas que caminharam ao meu lado durante o curso. Vale destacar dois anjos que me “protegeram”: o anjo moreno, Fabiane Fidelis Querino e o anjo loiro, Érica Suélen do Nascimento. À vocês duas, toda a minha gratidão por me auxiliar nos momentos que necessitei. Agradeço também ao amigo de longa jornada, Júlio Cesar Mendes de Souza. Nossa história extrapola o doutorado, mas você foi um parceiro incrível nas tarefas curriculares.

Muito Obrigado!

*“Tudo vale a pena, quando a alma não é pequena”
(Fernando Pessoa)*

RESUMO

O debate sobre o objetivo das empresas divide-se entre a maximização da riqueza e a responsabilidade social. Alguns entendem que a prioridade deve ser o lucro, enquanto outros defendem que as empresas também devem promover ações socialmente responsáveis. Mesmo considerando a perspectiva financeira, a geração de valor vai além do lucro e inclui a escolha das melhores fontes de financiamento. Nesse contexto, a abertura de capital por meio de uma Oferta Pública Inicial (IPO) surge como alternativa para captar recursos e criar valor. Do ponto de vista social, o compromisso com práticas ESG (*Environmental, Social, Governance*) permite que empresas demonstrem responsabilidade social e ambiental, ampliando seu impacto positivo. A pesquisa, portanto, buscou investigar: qual é a relação entre a criação de valor e as práticas ESG em empresas que realizam IPO? O objetivo geral foi analisar como as práticas ESG influenciam o valor agregado para essas empresas, utilizando o Economic Value Added (EVA) como métrica financeira. Para responder a essa questão, foram estabelecidos três objetivos específicos, cada um tratado em um artigo da tese. O primeiro artigo apresenta uma análise bibliométrica sobre IPO's e criação de valor. Os resultados indicaram uma quantidade significativa de estudos sobre IPO, mas poucos focam na relação entre IPO e valor agregado. O segundo artigo realizou uma revisão de literatura sobre o papel das práticas ESG como vantagem competitiva para empresas. Os resultados mostraram que o tema é amplamente explorado globalmente, com um aumento consistente nas publicações ao longo do tempo, destacando a importância das práticas ESG para o desempenho empresarial. O terceiro artigo aplicou uma análise de regressão linear para examinar como práticas ESG influenciam o EVA em empresas que realizaram IPO. O estudo identificou uma relação negativa significativa entre o aumento das práticas ESG e o valor econômico agregado. Em outras palavras, empresas que investem mais em ações socialmente responsáveis tendem a apresentar uma redução no EVA. Essa descoberta sugere que o aumento no desempenho ESG pode, paradoxalmente, estar associado a uma redução no valor econômico. Os resultados oferecem subsídios para decisões informadas sobre o impacto do ESG na criação de valor em empresas que realizam IPO. Embora o ESG seja amplamente promovido como positivo, os achados apontam para uma complexidade maior, onde o aumento das práticas ESG nem sempre se traduz em ganhos financeiros diretos. Dessa forma, a pesquisa contribui para a literatura ao incluir o ESG no estudo sobre IPO e valor, apresentando insights práticos e teóricos sobre finanças corporativas, sustentabilidade e responsabilidade social.

Palavras-chave: Oferta Pública Inicial (IPO); Agregação de Valor; ESG.

ABSTRACT

The debate over the purpose of companies is divided between wealth maximization and social responsibility. Some argue that profit should be the priority, while others believe that companies should also promote socially responsible actions. Even from a financial perspective, value creation goes beyond profit and includes choosing the best funding sources. In this context, going public through an Initial Public Offering (IPO) becomes an alternative for raising funds and creating value. From a social standpoint, a commitment to ESG (Environmental, Social, Governance) practices allows companies to demonstrate social and environmental responsibility, enhancing their positive impact. This research, therefore, aimed to investigate: what is the relationship between value creation and ESG practices in companies conducting IPOs? The main objective was to analyze how ESG practices influence the added value for these companies, using Economic Value Added (EVA) as a financial metric. To address this question, three specific objectives were set, each explored in a separate thesis article. The first article presents a bibliometric analysis of IPOs and value creation. The results indicated a significant amount of research on IPOs, but few studies focus on the relationship between IPOs and added value. The second article conducted a literature review on the role of ESG practices as a competitive advantage for companies. The results showed that the topic is widely explored globally, with a consistent increase in publications over time, highlighting the importance of ESG practices for business performance. The third article used a linear regression analysis to examine how ESG practices influence EVA in companies that have gone public. The study identified a significant negative relationship between increased ESG practices and economic value added. In other words, companies investing more in socially responsible actions tend to show a reduction in EVA. This finding suggests that improved ESG performance may, paradoxically, be associated with a reduction in economic value. The results provide insights for informed decision-making regarding the impact of ESG on value creation in IPO firms. Although ESG is widely promoted as positive, the findings indicate a more complex scenario where increased ESG practices do not always lead to direct financial gains. Thus, this research contributes to the literature by incorporating ESG into the study of IPOs and value, offering practical and theoretical insights into corporate finance, sustainability, and social responsibility.

Keywords: Initial Public Offering (IPO); Value Creation; ESG.

INDICADORES DE IMPACTO

Os três artigos apresentados abordam temas interligados, centrando-se na agregação de valor em contextos de Oferta Pública Inicial (IPO) e práticas ESG (*Environmental, Social, and Governance*). Essa relação sugere um impacto significativo em diferentes esferas, como a sociedade, as empresas e a academia. Para a sociedade, tem-se que as práticas ESG promovem um ambiente mais sustentável e responsável, contribuindo para o bem-estar social. O aumento de publicações sobre ESG e seu impacto positivo na sociedade pode levar a uma maior conscientização e adoção dessas práticas por outras empresas e *stakeholders*. A nível empresarial, a pesquisa sugere que as empresas que implementam práticas ESG devem considerar como comunicar essas ações para maximizar sua percepção de valor. A evidência de que ações socialmente responsáveis não influenciam diretamente o valor econômico agregado pode levar as empresas a reavaliar suas estratégias de investimento em ESG, buscando formas mais eficazes de integrar essas práticas. Considerando a academia, os artigos ampliam a literatura sobre IPO e ESG, abrindo espaço para novas pesquisas que explorem a interseção entre práticas sustentáveis e desempenho financeiro. A identificação de lacunas e a chamada para futuras pesquisas incentivam um aprofundamento acadêmico que pode resultar em modelos teóricos mais robustos e práticos que conectem sustentabilidade e valor econômico. Portanto, a interconexão entre IPO, agregação de valor e práticas ESG destaca a complexidade das dinâmicas corporativas atuais. A pesquisa nesses temas não apenas contribui para a literatura acadêmica, mas também oferece insights práticos que podem influenciar políticas empresariais e sociais, criando um ciclo positivo de responsabilidade social e valorização econômica. A agregação de valor para empresas que realizam IPO's é um aspecto multifacetado que envolve expectativas de mercado, práticas de gestão e comunicação eficaz. As empresas devem estar cientes de que a adoção de práticas ESG pode ser um caminho para a valorização a longo prazo, mas requer uma abordagem estratégica que conecte ações sustentáveis com resultados econômicos claros. Essa dinâmica é fundamental tanto para o sucesso imediato do IPO quanto para a sustentabilidade a longo prazo da empresa.

IMPACT INDICATORS

The three articles presented address interconnected themes, focusing on value aggregation in the contexts of Initial Public Offerings (IPOs) and ESG (Environmental, Social, and Governance) practices. This relationship suggests a significant impact on various spheres, such as society, businesses, and academia. For society, ESG practices promote a more sustainable and responsible environment, contributing to social well-being. The increase in publications on ESG and its positive impact on society may lead to greater awareness and adoption of these practices by other companies and stakeholders. At the business level, the research suggests that companies implementing ESG practices should consider how to communicate these actions to maximize their perceived value. The evidence that socially responsible actions do not directly influence the economic value added may lead companies to reassess their investment strategies in ESG, seeking more effective ways to integrate these practices. Considering academia, the articles expand the literature on IPOs and ESG, creating space for new research exploring the intersection between sustainable practices and financial performance. The identification of gaps and the call for future research encourage academic deepening that can result in more robust and practical theoretical models connecting sustainability and economic value. Therefore, the interconnection between IPO's, value aggregation, and ESG practices highlights the complexity of current corporate dynamics. Researching these topics not only contributes to academic literature but also offers practical insights that can influence business and social policies, creating a positive cycle of social responsibility and economic valuation. Value aggregation for companies that undertake IPOs is a multifaceted aspect that involves market expectations, management practices, and effective communication. Companies must be aware that adopting ESG practices can be a pathway to long-term valuation but requires a strategic approach that links sustainable actions to clear economic outcomes. This dynamic is fundamental for both the immediate success of the IPO and the long-term sustainability of the company.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura da Tese	31
Figura 2 - Definição do paradigma de pesquisa	50
Figura 3 - Fluxograma Metodológico	51
Figura 4- Resumo da Metodologia da Tese	54
Figura 5 - Síntese das Revisões Sobre IPO – Web Of Science.....	66
Figura 6 - <i>Framework</i> da Pesquisa	68
Figura 7 - Estratégias de busca na Web of Science	70
Figura 8 - Quantidade de publicações por ano	71
Figura 9 - Periódicos que mais publicaram	73
Figura 10 - Lei de Lotka	74
Figura 11 - Rede de coautoria dos artigos da frente de pesquisa.....	75
Figura 12 - Rede de coautoria de organizações (Universidades)	76
Figura 13 - Redes entre países	77
Figura 14 - Nuvem de palavras-chaves.....	78
Figura 15 - Rede de Cocitações dos artigos mais citados.....	79
Figura 16 - Mapa de futuras direções de pesquisa e os artigos que as sugerem.....	81
Figura 17 - Os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS)	90
Figura 18 - Métricas Envolvidas em ESG	91
Figura 19- Síntese das revisões ESG e performance empresarial.....	94
Figura 20 - <i>Framework</i> da Pesquisa	96
Figura 21 - Estratégias de busca	97
Figura 22 - Evolução da Produção Científica Anual.....	99
Figura 23 - Periódicos que mais publicaram	101
Figura 24 - Lei de Lotka	102
Figura 25 - Rede de coautoria dos artigos da frente de pesquisa.....	103
Figura 26 - Rede de coautoria de organizações (Universidades).....	103
Figura 27 - Rede entre países	105
Figura 28 - Mapa de colaboração entre países.....	105
Figura 29 - Rede de Palavras-chaves	107
Figura 30 - Rede de cocitações dos artigos mais citados.....	109
Figura 31 - Mapa de futuras direções de pesquisa e os artigos que as sugerem.....	110
Figura 32 - Gráficos Box-Plots das variáveis utilizadas na pesquisa.....	129

Figura 33 - Segregações Consideradas	131
---	------------

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Justificativas do Estudo.....	30
---	-----------

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Síntese das Revisões Sobre Criação de Valor – Web Of Science	67
Tabela 2 - Artigos Mais Citados Com Média De Citações – Web Of Science.....	72
Tabela 3 - Artigos mais citados com média de citações.....	101
Tabela 4 - Variáveis de Controle.....	125
Tabela 5 - Estatísticas Descritivas das Variáveis.....	130
Tabela 6 - Matriz de Correlação das Variáveis	131
Tabela 7 - Teste VIF para Multicolineariedade.....	132
Tabela 8 - Modelo de regressão de Mínimos Quadrados Generalizados	133
Tabela 9 - Modelos de regressão	135

LISTA DE SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> ou Diretor-Executivo
COVID-19	<i>Coronavirus Disease 2019</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i> ou Ambiental, Social e Governança
EUA	Estados Unidos da América
EVA	<i>Economic Value Added</i> ou Valor Econômico Agregado
IPO	<i>Initial Public Offering</i> ou Oferta Pública Inicial
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i> ou Lucro Operacional Líquido Após Impostos
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
PRI	Princípios para o Investimento Responsável
ROA	<i>Return on Assets</i> ou Retorno sobre os Ativos
ROE	<i>Return On Equity</i> ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido
RSE	Responsabilidade Social Empresarial
S & P 500	<i>Standard & Poor's 500</i>
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> ou Custo Médio Ponderado de Capital
WOS	<i>Web Of Science</i>

SUMÁRIO

PRIMEIRA PARTE.....	19
1 INTRODUÇÃO	20
1.1 Contextualização do Tema.....	20
1.2 Problema de Pesquisa	27
1.3 Objetivos Geral e Específicos.....	27
1.3.1 Geral	28
1.3.2 Específicos.....	28
1.4 Justificativas da Pesquisa.....	28
1.5 Estrutura da tese.....	30
2 REFERENCIAL TEÓRICO	32
2.1 Oferta Pública Inicial	32
2.2 Agregação de valor e Valor Econômico Agregado	35
2.2.1 Agregação de valor	35
2.2.2 Valor Econômico Agregado	38
2.3 Responsabilidade Social e ESG	44
2.3.1 Responsabilidade Social	44
2.3.2 <i>Environmental, Social, and Governance</i> (ESG)	47
3 METODOLOGIA.....	50
3.1 Paradigma de Pesquisa	50
3.2 Classificação de Pesquisa	51
3.3 Resumo da Metodologia da Tese.....	54
REFERÊNCIAS	55
SEGUNDA PARTE.....	61
ARTIGO 1 – OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) E AGREGAÇÃO DE VALOR: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA	62
1 INTRODUÇÃO	63
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E ESTUDOS ANTERIORES.....	64
3 METODOLOGIA.....	67
3.1 Tipo de pesquisa	67
3.2 Técnicas de coleta e análise de dados.....	68
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	71
4.1 Análise da frente de pesquisa (<i>Research Front</i>).....	71

4.1.1	Análise do volume das publicações e tendências temporais	71
4.1.2	Análise das referências e artigos mais citados	72
4.1.3	Análise dos periódicos da amostra	73
4.1.4	Análise da autoria e coautoria (autores)	74
4.1.5	Análise das universidades mais influentes	75
4.1.6	Análise do país de origem	76
4.1.7	Análise das palavras-chaves	77
4.2	Análise da base intelectual (<i>Intellectual Base</i>)	78
4.2.1	Análise da rede de cocitações dos artigos mais citados	78
4.3	Agenda de estudos futuros	79
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	82
	REFERÊNCIAS	83
	ARTIGO 2 – RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS ESG E DESEMPENHO EMPRESARIAL: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA	86
1	INTRODUÇÃO	87
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E ESTUDOS ANTERIORES	89
3	METODOLOGIA	95
3.1	Tipo de pesquisa	95
3.1.1	Técnica de coleta e análise de dados	95
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	99
4.1	Análise Da Frente De Pesquisa (<i>Research Front</i>)	99
4.1.1	Análise do Volume de Publicações e Tendências Temporais	99
4.1.2	Análise das referências e artigos mais citados	100
4.1.3	Análise dos periódicos da amostra	101
4.1.4	Análise da autoria e coautoria (autores)	102
4.1.5	Análise das Universidades mais influentes	104
4.1.6	Análise do país de origem	105
4.1.7	Análise das palavras-chaves	106
4.2	Análise da Base Intelectual (<i>Intellectual Base</i>)	107
4.2.1	Análise da rede de cocitações dos artigos mais citados	107

4.3 Agenda de Estudos Futuros	110
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	112
REFERÊNCIAS	113
ARTIGO 3 – AGREGAÇÃO DE VALOR EM OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) NO BRASIL, CONSIDERANDO FATORES SOCIOAMBIENTAIS ESG.....	116
1 INTRODUÇÃO	116
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	118
2.1 Oferta Pública Inicial	118
2.2 Economic Value Added (EVA)	119
2.3 Responsabilidade Social e Fatores ESG	120
3 METODOLOGIA.....	121
3.1 Dados e Variáveis	121
3.1.1 Testes de Hipóteses, Modelos Econométricos e Técnicas de Estimação...	126
4 RESULTADOS.....	128
4.1 Estatística descritiva dos dados que integram a amostra	128
4.2 Modelos econométricos propostos para análise dos dados.....	132
4.3 Teste de robustez	135
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	137
REFERÊNCIAS	139
TERCEIRA PARTE	147
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	147

PRIMEIRA PARTE

Esta tese foi desenvolvida no modelo de estrutura de artigo, conforme dispõe o Manual de Normalização e Estrutura de Trabalhos Acadêmicos: TCCs, monografias, dissertações e teses da Universidade Federal de Lavras (2024). Dessa forma, a tese foi estruturada em três partes. A primeira parte envolve os aspectos gerais da tese, engloba o resumo geral, a introdução, o referencial teórico e a metodologia. A segunda parte apresenta os artigos que compõem a tese. A terceira parte apresenta as considerações finais da tese.

A seguir são apresentados, além do resumo geral, cada um dos itens que constitui a primeira parte:

A Introdução, que é composta pelas seguintes seções: Contextualização do tema (1.1); Problema de Pesquisa (1.2); Objetivos geral e específicos (1.3); Justificativas da pesquisa (1.4); e Estrutura da tese (1.5).

O Referencial Teórico está estruturado buscando abordar os principais conceitos e fundamentações da pesquisa, bem como os aspectos teóricos. Dessa forma, é organizado pelas seguintes seções: Oferta Pública Inicial - IPO (2.1); Agregação de Valor (2.2.1); Valor Econômico Agregado - EVA (2.2.2); Responsabilidade Social (2.3.1); e, ESG (2.3.2).

A Metodologia aborda os aspectos metodológicos que foram usados na condução do estudo. Assim, é composto pelas seções: Paradigma de pesquisa (3.1); Classificação de pesquisa (3.2); e, Resumo da metodologia da tese (3.3).

1 INTRODUÇÃO

A presente tese aborda sobre a agregação de valor nas ofertas públicas iniciais (IPOs) procurando destacar as métricas quantitativas e qualitativas que podem estar presentes na criação de valor para as empresas que abrem o capital em bolsa de valores.

Esta seção introdutória começa com a contextualização do tema. A seguir, apresenta-se a questão de pesquisa e os objetivos gerais que orientam todo o trabalho de pesquisa, bem como os objetivos específicos que ajudam a definir e orientar a formulação dos artigos individuais que farão parte do corpo principal da tese. Além disso, esta seção apresenta a justificativa para a realização do estudo, demonstrando suas possíveis contribuições teóricas e empíricas. E, por fim, é discutida a estrutura da tese.

1.1 Contextualização do Tema

Durante muito tempo tem-se discutido acerca do verdadeiro objetivo das empresas. Muitos autores, em diversas áreas da administração, apresentam ideologias diferentes, não havendo uma concordância entre eles. Por exemplo, Friedman (1970), publicou no *The New York Times Magazine* um artigo onde defendia que a única responsabilidade social de uma empresa é gerar lucro para seus acionistas, desde que isso seja feito em conformidade com as leis e as regras éticas básicas da sociedade. Afirmava ainda que questões sociais, como desigualdade ou meio ambiente, deveriam ser tratadas por governos e organizações públicas, e não pelas empresas, cujo papel na sociedade seria puramente econômico, de modo a maximizar o retorno sobre o investimento para os acionistas.

Por outro lado, tem-se os autores que acreditam que o papel social deve estar presente nas ações estratégicas da empresa, não bastando os resultados financeiros.

Para Davis (1973), a responsabilidade social empresarial deve existir e ela começa onde termina a lei. Para o autor, avaliar os efeitos das decisões empresariais que refletem na sociedade é obrigação das empresas, devendo esta não se limitar aos resultados de rentabilidade. Tal pensamento é endossado por Drucker (2002). Também a literatura de finanças apresenta várias versões acerca de qual seja o principal objetivo de uma empresa. Porterfield (1976), por exemplo, considera o bem-estar econômico dos proprietários como o motivo maior da existência de uma empresa.

Já Solomon (1977) trata da maximização do lucro. Ross et al. (2002) falam em maximização da riqueza, sendo tal pensamento compartilhado por Brigham e Ehrhardt (2016).

Sendo um pouco mais abrangente, Assaf Neto (2009), afirma que uma empresa tem vários objetivos, passando pela maximização da riqueza de seus proprietários, o que terá como consequência o valor de mercado da organização. Para fins deste trabalho, baseia-se no pressuposto na qual considera que o objetivo principal das empresas é maximizar a riqueza dos acionistas.

Embora a maximização da riqueza tenha sido um alvo perseguido por gestores há muito tempo, tão importante quanto maximizar o benefício e o patrimônio dos acionistas, deve haver a criação de valor. E quando se trata do conceito de criação de valor, novamente se depara com uma variedade de pressupostos. Sendo assim, os administradores devem se valer de ações estratégicas que busquem promover a criação da riqueza dos acionistas. Segundo Normann e Ramirez (2005) a estratégia é arte de criar valor, que por sua vez irá proporcionar vantagem competitiva para a organização. Dentro da literatura da Administração Estratégica tem-se correntes diferentes de pensamento do que seja vantagem competitiva. Dentre elas cita-se a Análise do Posicionamento Estratégico (APE), que tem em Porter (2004) como seu principal defensor e a Teoria Baseada em Recursos (RBT), defendida por Barney (2001).

A Análise do Posicionamento Estratégico (APE) é uma abordagem que busca entender como uma organização se posiciona em seu ambiente competitivo. O objetivo é identificar vantagens competitivas sustentáveis ao examinar o ambiente interno e externo. O ambiente interno avalia suas capacidades e recursos, identificando forças e fraquezas que influenciam sua posição no mercado. Já o ambiente externo inclui análise de forças competitivas (rivalidade entre concorrentes, poder de fornecedores e clientes, ameaças de novos entrantes e de produtos substitutos) e tendências macroambientais (fatores políticos, econômicos, sociais, tecnológicos etc. (Porter, 2004). Portanto, a APE busca entender em que posição a empresa se encontra em relação à concorrência, como ela pode melhor se diferenciar, e quais ajustes estratégicos são necessários para garantir uma vantagem competitiva.

A Teoria Baseada em Recursos (*Resource-Based Theory*, RBT), por sua vez, foca nos recursos internos da organização como a principal fonte de vantagem competitiva. Para Barney (2001), essa abordagem sugere que, em vez de olhar apenas para o ambiente externo, as empresas devem olhar para dentro, identificando e desenvolvendo recursos que são: Valiosos (capazes de gerar valor e criar eficiência), Raros (não disponíveis para muitas outras empresas), Inimitáveis (difíceis de serem replicados ou copiados) e Insubstituíveis (não podem ser trocados facilmente por outros recursos). Segundo a RBT, a vantagem competitiva é mantida quando uma organização desenvolve recursos e capacidades que os concorrentes não conseguem copiar

facilmente. Esses recursos podem ser tangíveis (instalações, capital) e intangíveis (conhecimento, cultura, marca etc.)

Percebe-se, portanto, que existe diferença entre APE e RBT. A primeira foca no ambiente competitivo e na posição da empresa em relação aos seus concorrentes e mercado. A segunda foca nos recursos internos da organização como fator de vantagem competitiva. Ambas as abordagens são complementares, e muitas vezes, empresas de sucesso utilizam uma combinação de entendimento externo (APE) e interno (RBT) para formular suas estratégias. Embora cada uma dessas correntes de pensamento tenha características próprias, as duas têm como foco principal a criação de valor. Sendo assim, torna-se mister entender o conceito de valor.

Para Porter (2004) valor está associado aquilo que as pessoas estão dispostas a pagar pelo produto ou serviço, em função do benefício oferecido pela empresa. Nota-se, nesse conceito, que cabe ao consumidor estabelecer o valor por aquilo que empresa entrega. Já na ótica de Prahalad e Ramaswamy (2004) o valor dos produtos e serviços está associado às experiências, sejam individuais ou coletivas. De uma maneira mais ampla, Kaplan e Norton (1997) dizem que o valor é o resultado dos atributos do produto ou serviço somados à imagem e ao relacionamento. Dentro desses atributos encontram-se a funcionalidade, qualidade, preço e tempo.

Considerando o aspecto financeiro, a criação de valor está diretamente ligada aos resultados quantitativos e ocorre quando há aumento no valor do capital da empresa. Pode-se dizer que houve criação ou agregação de valor em uma empresa quando esta torna-se mais rica ao propiciar um resultado maior do que o custo de oportunidade do capital. A agregação de valor evidencia que não basta uma empresa gerar lucros exorbitantes se o capital empregado para obter tais resultados for muito maior valor (O'Byrne, 1996; Young, 1997).

Entre os indicadores usualmente empregados no estudo da agregação de valor encontra-se o EVA (*Economic Value Added*), cujo propósito é demonstrar se uma empresa está ganhando, dentro de um período, mais do que o custo imputado aos seus recursos empregados. Dessa forma, a administração saberá se está havendo criação de valor (EVA positivo) ou destruição da riqueza dos acionistas (EVA negativo).

Grahovac e Miller (2009) afirmam que os gestores empresariais devem desenvolver modelos que levem a organização a ter um desempenho econômico superior, ou seja, possuir alguma vantagem competitiva. Dessa maneira atinge-se um dos pontos principais no campo da estratégia, que é tentar explicar por que os desempenhos entre as firmas são heterogêneos.

Hamel e Prahalad (1990) sugerem que as estratégias competitivas devem envolver ações internas e externas, devendo, entre outras coisas, criar valor.

Nesse sentido, Becker (1997) complementa ao afirmar que uma empresa deve se perpetuar no mercado em que opera, mantendo uma gestão eficaz, inclusive relacionado ao envolvimento do trabalhador, pois são estes que normalmente estão relacionados ao controle de qualidade, item essencial para o sucesso da empresa. Esse pensamento de valorização do capital humano é endossado por Kraft e Lang (2013), sobretudo porque vai além da questão da produtividade, atingindo a rentabilidade. Dessa forma, considerar o capital humano é essencial para a agregação do valor nas empresas.

Outro fator essencial no processo de decisões estratégicas nas organizações refere-se à comunicação e à tecnologia da informação, dada a complexidade das atividades empresariais. A abertura dos mercados proporcionou maior concorrência entre as organizações, obrigando as empresas estarem mais atentas às questões de qualidade, preços competitivos e diversidade de produtos. Também o nível de exigência do consumidor deve ser considerado, pois estes se tornaram mais informados e exigentes (Lunkes, 2000). Observa-se, portanto, que nesse novo mundo com tantas transformações, os gestores devem ser eficientes e eficazes de modo a garantir a continuidade do empreendimento (Junqueira, 2000).

Sendo assim, medir é importante, por isso a empresa necessita de informações que possibilite aos acionistas verificarem se os objetivos foram atingidos. Conforme afirmam Kaplan e Norton (1997) aquilo que não é mensurado não pode ser gerenciado. Dessa maneira, é necessário que a empresa possua mecanismos eficientes de medidas, principalmente considerando a era da informação vigente. Trata-se, portanto, de uma estratégia empresarial.

No tocante aos indicadores financeiros, tem-se uma extensa lista de desempenho dos negócios, sendo inclusive motivo de críticas por parte de alguns analistas. Afirma-se que esse excesso de indicadores muitas vezes levam as empresas a traçarem estratégias superficiais, desconsiderando a criação de valor, principalmente no que se refere aos ativos intangíveis e também nos recursos intelectuais, que são a fonte de crescimento futuro. As medidas financeiras, na maioria das vezes, retratam apenas ações passadas, não propiciando orientações de como agir no presente e no futuro de modo a agregar valor (Martins, 2006).

Do ponto de vista de finanças, a criação de riqueza para os acionistas é a prioridade de uma gestão empresarial. Entretanto, considerando as características competitivas do mercado, deve-se destacar que as necessidades da sociedade e dos clientes são quem vão direcionar as estratégias dos sistemas produtivos nas organizações (Miranda; Silva, 2002).

Diante dessas premissas, é mister que a empresa possua um conjunto de indicadores que permitam avaliar seu desempenho. Contudo, essa é uma tarefa complexa, uma vez que avaliar significa atribuir algum valor qualitativo ou quantitativo (Martins, 2006). O mesmo autor sugere que deve haver um processo lógico no ato de medir e que devam conter alguns requisitos, tais como a escolha do indicador, estabelecimento de padrões de comparação, confronto entre os resultados e os padrões e, evidentemente, a tomada de decisão.

Segundo Miranda e Silva (2002) as empresas sempre se preocuparam em medir o desempenho, mas os autores alegam que deve ocorrer uma associação entre os mecanismos tradicionais de desempenho que possa interligar resultados financeiros a outros fatores importantes e não financeiros, tais como motivação de empregados, satisfação e/ou fidelização de clientes etc.

Partindo dessa perspectiva, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) surge com fator essencial para as organizações. Dentre as várias possibilidades de manifestar a responsabilidade social, as práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*), que traduzido para o português é entendido como ASG (Ambiental, Social e Governança Corporativa), têm sido bastante utilizadas (Irigaray; Stocker, 2022). Sendo assim, o ambiente competitivo impõe às empresas adotarem mecanismos que possam acompanhar sua performance e que estejam alinhados aos objetivos estratégicos, tais sejam, posição no mercado, satisfação dos clientes, nível de tecnologia, lucro e claro, agregação de valor (Martins, 2006). Evidentemente, para alcançar tal feito a organização deverá mapear suas inter-relações com o ambiente interno e externo, sendo que dentro deste último encontra-se os investidores, os acionistas, entre outras partes interessadas (*stakeholders*).

Os dados contábeis têm sido usados para criarem uma série de indicadores quantitativos e, de certa maneira, contribuído para atribuir desempenho econômico nas organizações. Normalmente utiliza-se de vários indicadores para medir a performance econômico-financeira de uma empresa, podendo ser, por exemplo, indicadores de liquidez ou rentabilidade. O retorno sobre o patrimônio líquido, o lucro líquido, o retorno sobre o investimento e até o valor de mercado da empresa são exemplos de métricas utilizadas em finanças. Entretanto, eles não contemplam os aspectos qualitativos; daí a necessidade de que o sistema de desempenho possuir um gerenciamento integrado, conforme preconizam Kaplan e Norton (1997) de modo a abranger a empresa como um todo. Também Sink e Tuttle (1993) compartilham do mesmo pensamento e alertam para a incongruência entre os sistemas de gestão e o baixo nível de competitividade das empresas.

Dentre as várias funções de um gestor financeiro pode-se citar, por exemplo, o planejamento financeiro, as auditorias e análises financeiras, o controle orçamentário e também a responsabilidade pela captação e aplicação de recursos. Quando se trata de levantar capital, as empresas que precisam fazê-lo, seja para crescimento ou outros fins, podem utilizá-lo de algumas maneiras diferentes. Pode primeiramente buscar recursos no mercado financeiro por meio de empréstimos, descontos em duplicatas, *leasing* ou emissão de títulos de dívida no mercado de capitais (Reis, 2022). Uma outra estratégia seria a possibilidade de vender ações, abrindo o capital em bolsa de valores. Segundo Brigham e Ehrhardt (2016), esse processo é chamado de Oferta Pública Inicial – IPO (*Initial Public Offering*). Para Myers (1984), essa busca de recursos é sequencial. Primeiro, a empresa deve financiar-se, retendo lucros, depois contrair empréstimos e, finalmente, abrir o capital. Myers chamou essa hierarquia de financiamento de *pecking order*. A escolha de qual caminho tomar é, portanto, uma decisão estratégica.

Sabendo que o objetivo final de uma organização é a maximização do valor da organização, Guimarães *et al.* (2013) dizem que é necessário que a empresa adote uma variedade de instrumentos para financiar suas obrigações. Neste contexto, Anderson *et al.* (1985), enfatizam que nas economias de mercado as ofertas públicas iniciais desempenham um papel importante ao alocar recursos. Dessa forma as empresas podem acessar fontes externas para captar recursos necessários para crescer e inovar seus produtos. Ao escolher pelo financiamento por meio de oferta pública, uma organização pode atingir objetivos diretos e indiretos (Cirillo; Romano; Ardovino, 2015). Os objetivos diretos relacionavam-se ao financiamento em si, onde usará o capital para pagamento de dívidas, para crescimento da empresa, pesquisa e desenvolvimento etc. Os objetivos indiretos são vinculados à legitimidade, visibilidade e valor de mercado.

Considerando as motivações não financeiras para que uma empresa opte por realizar um IPO, o aumento da visibilidade pública, por exemplo, é fundamental (Ritter; Welch, 2002). Isso pode torná-la um alvo mais acessível para potenciais compradores, favorecendo uma valorização na aquisição (Zingales, 1995). Nessa mesma linha, Yalçın e Ünlü (2018) destacam diversos benefícios associados à abertura de capital. Segundo esses autores, uma das principais vantagens é o prestígio de ter suas ações negociadas em bolsa, o que garante acesso direto ao mercado de capitais. Eles também mencionam que outra vantagem importante seria a possibilidade de captar recursos, contornando certas limitações presentes em outras formas de financiamento. Além disso, empresas listadas em bolsa geralmente desfrutam de maior prestígio em comparação com aquelas de capital fechado.

Com a possibilidade de captar recursos por meio da abertura de capital, várias empresas têm adotado essa prática. No Brasil, por exemplo, de acordo com dados da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), em 2020, em plena pandemia, foi registrado um crescimento notável em relação aos anos anteriores, com 28 IPO's realizados. Esse número foi impulsionado pelas condições favoráveis de juros baixos, que incentivaram as empresas a buscar capital no mercado financeiro. Em 2021, o número de IPO's bateu recorde, com mais de 40 ofertas realizadas. Esse foi o maior número desde 2007, refletindo a continuidade do cenário favorável até o início do ano, antes do aumento das taxas de juros. Porém, em 2022 e 2023, após o pico, o número de IPO's caiu significativamente devido ao aumento da taxa Selic e à instabilidade macroeconômica. Em 2023, a alta de juros e outros desafios econômicos resultaram em um mercado mais cauteloso para novas aberturas de capital (B3, 2024).

A maximização da riqueza tem sido uma meta constante dos gestores, visando beneficiar os acionistas ao aumentar seu patrimônio e promover a criação de valor. Para medir o valor gerado por uma empresa, é fundamental levar em conta não apenas os benefícios obtidos, mas também os custos envolvidos na geração desses resultados. O valor é considerado criado quando o benefício supera os custos dos recursos empregados (Manríquez; Gallegos; Valenzuela, 2005). Há diversas ferramentas disponíveis para avaliar essa criação de valor, e o *Economic Value Added* (EVA) ou valor econômico adicionado, é uma delas.

Considerando o exposto, tem-se a oferta pública inicial (IPO) como marco estratégico para a captação de recursos no mercado de capitais, e apresenta forte inter-relação com métricas de desempenho financeiro e sustentabilidade, como o *Economic Value Added* (EVA) e os indicadores de *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Essa conexão é fundamental para compreender a capacidade das empresas de gerar valor sustentável ao longo do tempo.

No contexto de um IPO, os investidores não estão apenas interessados no potencial de retorno financeiro, mas também na resiliência e na integridade da empresa diante de desafios econômicos, ambientais e sociais. O EVA, como métrica de criação de valor econômico, mede a capacidade de uma empresa de gerar retornos acima do custo de capital. Em uma análise integrada com indicadores ESG, o EVA fornece uma visão ampliada sobre como as práticas empresariais impactam a sustentabilidade financeira e não financeira.

Empresas com forte desempenho ESG tendem a atrair mais interesse em suas ofertas públicas iniciais, pois demonstram maior compromisso com práticas responsáveis e inovadoras, o que pode resultar em menor risco percebido pelos investidores. Além disso, estudos indicam

que práticas ESG podem influenciar positivamente o EVA ao promover eficiência operacional, redução de custos e fortalecimento da reputação corporativa. Essa dinâmica evidencia que o alinhamento entre ESG e EVA pode ser um diferencial competitivo nas avaliações de IPOs.

Portanto, a interação entre IPO, EVA e ESG reflete uma evolução no paradigma de criação de valor, que vai além das métricas puramente financeiras. Ela incorpora uma perspectiva estratégica que reconhece a importância da sustentabilidade como motor de competitividade e longevidade empresarial, especialmente em um mercado de capitais cada vez mais orientado por critérios ESG.

Diante disso, torna-se relevante realizar estudos que contribuam para o entendimento dos impactos da criação de valor no contexto das Ofertas Públicas Iniciais (IPO), especialmente quando se analisam indicadores socioambientais. Embora o interesse pelo tema venha crescendo, a literatura sobre o assunto ainda é limitada, especialmente no que diz respeito à medição de valor com base em critérios socioambientais ESG.

Essa tese busca justamente preencher essa lacuna, confrontando a criação de valor sob duas óticas: as métricas econômico-financeiras e as socioambientais. A motivação deste estudo reside na hipótese de que as empresas que agregam valor financeiro o fazem também por meio de estratégias de responsabilidade social, fortalecendo assim sua competitividade e garantindo sua longevidade. Acredita-se que o presente estudo é relevante, pois pode auxiliar na tomada de decisões de investidores e gestores.

1.2 Problema de Pesquisa

Com base no exposto, considerando que o objetivo de uma empresa é maximizar sua riqueza, bem como que abrir o capital é uma forma de atrair diversas vantagens, entre elas criar valor, e que as práticas ESG são importantes, a presente pesquisa tem como propósito responder à seguinte questão: **Qual é a relação entre as práticas ESG e a criação de valor nas empresas que realizam IPO's, considerando a maximização da riqueza e os benefícios associados à abertura de capital?**

1.3 Objetivos Geral e Específicos

Neste tópico são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos dessa tese.

1.3.1 Geral

Analisar as relações entre a criação de valor e os indicadores de desempenho sustentável (ESG) em empresas que realizam ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil.

1.3.2 Específicos

Para atingir o objetivo geral, esta tese subdivide-se nos objetivos específicos apresentados a seguir. Cabe observar que, cada objetivo específico se refere a uma proposição de artigo.

- (Artigo 1). Realizar um levantamento dos estudos desenvolvidos sobre Oferta Pública Inicial (IPO) e Agregação de Valor;
- (Artigo 2). Apresentar os estudos desenvolvidos acerca das práticas ESG (*Environment, Social and Governance*) mostrando sua importância como fator de competitividade nas empresas.
- (Artigo 3). Propor um modelo de medição de criação de valor integrando a variável quantitativa (EVA) com indicadores socioambientais presentes nas práticas ESG.

Os objetivos específicos foram concebidos para oferecer uma abordagem integrada e sequencial que permita responder ao objetivo geral. O primeiro artigo estabelece o contexto teórico ao mapear o estado da arte sobre IPOs e agregação de valor, identificando os principais avanços e lacunas de pesquisa nesse campo. O segundo artigo aprofunda-se no papel das práticas ESG como estratégia de competitividade, conectando as dimensões socioambientais ao desempenho empresarial. Por fim, o terceiro artigo sintetiza esses elementos ao propor um modelo que integra o EVA como métrica financeira com indicadores ESG, permitindo avaliar empiricamente a relação entre criação de valor e desempenho sustentável em empresas que realizam IPOs no Brasil. Assim, cada objetivo específico contribui de forma complementar para construir o arcabouço teórico, empírico e metodológico necessário à resposta ao objetivo geral da tese.

1.4 Justificativas da Pesquisa

Dentre outros fatores, o estudo justifica-se pela relevância do tema para a pesquisa em finanças corporativas e pela necessidade de confrontar as teorias utilizadas, o que apresenta

uma oportunidade de desenvolver um modelo analítico abrangente que incorpora tanto variáveis quantitativas e qualitativas no processo de criação de valor para uma empresa.

No atual cenário empresarial, as organizações enfrentam constantes desafios para se destacar em um mercado competitivo e, ao mesmo tempo, atender às demandas da sociedade por responsabilidade social corporativa. Nesse contexto, a agregação de valor tem se tornado uma meta estratégica fundamental para as empresas, buscando equilibrar o desempenho financeiro com a geração de impacto positivo na comunidade e no meio ambiente. Neste estudo, propõe-se investigar a relação entre as métricas quantitativas, como o EVA, e as ações socialmente responsáveis das empresas, destacando o uso das práticas ESG como estratégia de mensuração e comunicação dessas práticas.

O EVA é uma métrica financeira que mensura a criação de valor econômico de uma empresa, levando em consideração o custo de capital investido. Ao adotar o EVA como indicador de desempenho, as empresas podem identificar e priorizar estratégias que gerem valor sustentável, alinhando interesses de acionistas e investidores. No entanto, a simples utilização do EVA pode não ser suficiente para refletir a totalidade do valor gerado por uma organização, já que não captura as externalidades positivas decorrentes das ações socialmente responsáveis (Assaf Neto, 2009; Sharma, 2010)

O estudo proposto visa preencher uma lacuna na literatura, investigando a relação entre a agregação de valor, medida pelo EVA, e as ações socialmente responsáveis das empresas, com ênfase na utilização das práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*) como instrumento de mensuração, para as empresas que fizerem o IPO. Compreender como essas duas dimensões se relacionam permitirá uma visão mais abrangente sobre o valor gerado pelas organizações, considerando não apenas os aspectos econômico-financeiros, mas também o impacto social e ambiental. Além disso, o estudo contribuirá para aprimorar as práticas de gestão, permitindo que as empresas identifiquem estratégias que promovam o crescimento sustentável e a criação de valor compartilhado.

Assim, em um contexto em que a sociedade demanda cada vez mais responsabilidade social e ambiental das empresas, a agregação de valor vai além dos indicadores financeiros tradicionais. Espera-se que os resultados obtidos inspirem empresas a adotar estratégias que promovam não apenas a rentabilidade financeira, mas também o bem-estar da sociedade e a preservação do meio ambiente.

Como contribuição social, o trabalho enfatiza as questões da responsabilidade corporativa e o impacto ambiental e social. Como contribuição empresarial, o estudo aponta a questão da competitividade e também a reputação e imagem da marca. E, como contribuição

acadêmica, aborda-se a questão da lacuna de pesquisa e o avanço do conhecimento. O Quadro 1 sintetiza as justificativas deste estudo.

Quadro 1 - Justificativas do Estudo.

Justificativas do Estudo		
Contribuição Social	Contribuição Empresarial	Contribuição Acadêmica
<p>Responsabilidade corporativa: O estudo permite compreender como as empresas podem contribuir para a sociedade além dos resultados financeiros, incorporando práticas sustentáveis em suas operações.</p>	<p>Competitividade: Empresas que adotam práticas sustentáveis e agregam valor podem se destacar no mercado e obter vantagens competitivas.</p>	<p>Lacuna de pesquisa: O tema proposto é relativamente novo e há uma carência de estudos que explorem as relações entre agregação de valor (EVA) e indicadores ESG em empresas que realizam IPO.</p>
<p>Impacto ambiental e social: A análise dos indicadores ESG auxilia na avaliação dos impactos positivos ou negativos das empresas nas comunidades em que estão inseridas.</p>	<p>Reputação e imagem da marca: O estudo dos indicadores ESG ajuda a construir uma reputação positiva para as empresas, fortalecendo a confiança dos investidores, consumidores e <i>stakeholders</i> em geral.</p>	<p>Avanço do conhecimento: O estudo pode gerar insights sobre como a sustentabilidade e o desempenho econômico-financeiro se relacionam, fornecendo novos conhecimentos para a literatura acadêmica e estimulando a evolução do campo.</p>

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

1.5 Estrutura da tese

A presente tese está estruturada em três partes. A Figura 1 apresenta um esquema da estrutura da tese. A primeira parte engloba a introdução, referencial teórico, metodologia e referências. Na segunda parte são apresentados os três artigos que compõem esta tese. A terceira parte envolve as considerações finais da tese.

- Primeira Parte:

A Introdução é composta pelas seguintes seções: Contextualização do tema, o problema de pesquisa, os objetivos, que se subdividem em objetivo geral e objetivos específicos, a Justificativa do estudo e esta última subsecção que se refere a estrutura da tese. O presente estudo buscará abordar a agregação de valor em empresas que realizam o IPO, mediante a integração do EVA com indicadores socioambientais ESG.

O Referencial Teórico envolve os principais pontos, conceitos e fundamentações necessários ao entendimento da pesquisa, os quais procuram dar suporte a pesquisa e as proposições mais específicas que serão apresentadas nos tópicos de resultado e discussão. Os conceitos-chaves tratados são: Oferta Pública Inicial (IPO); Agregação de Valor, sobretudo pela ferramenta EVA (Economic Value Added); Responsabilidade Social e ESG.

A metodologia está organizada em paradigma de pesquisa, classificação de pesquisa e resumo da metodologia da tese. Posteriormente tem-se as referências utilizadas na pesquisa.

- Segunda Parte:

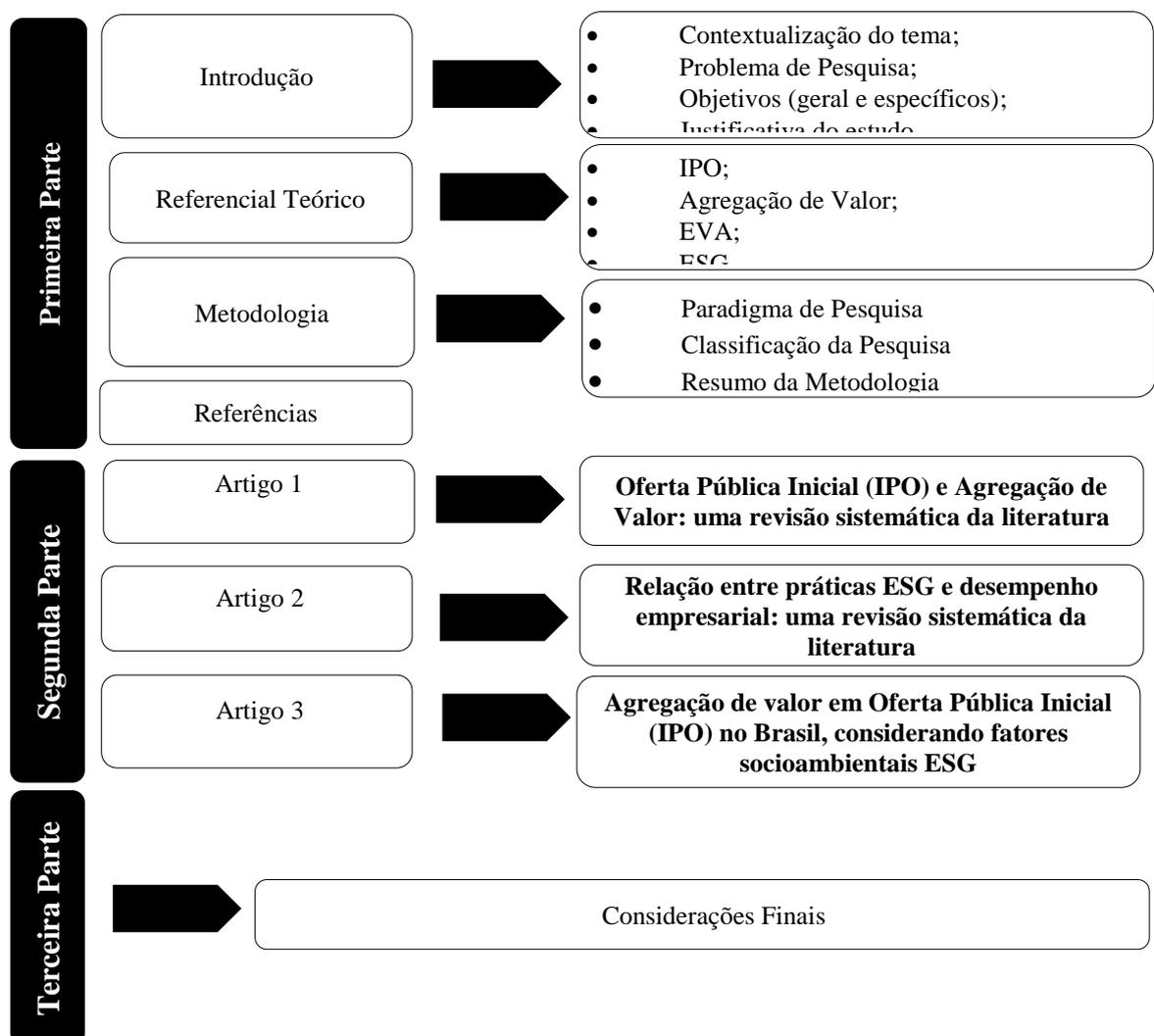
São apresentados os três artigos visando alcançar os objetivos específicos da tese. Assim, a segunda parte está dividida em:

- Artigo 1 - Oferta Pública Inicial (IPO) e Agregação de Valor: uma revisão sistemática da literatura;
- Artigo 2 - Relação entre práticas ESG e desempenho empresarial: uma revisão sistemática da literatura;
- Artigo 3 - Agregação de valor em Oferta Pública Inicial (IPO) no Brasil, considerando fatores socioambientais ESG.

- Terceira Parte:

São apresentadas as Considerações Finais, mostrando uma síntese do que se alcançou com a pesquisa.

Figura 1 - Estrutura da Tese.



Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico está organizado em três tópicos que visam apresentar os fundamentos teóricos que sustentam este trabalho, a fim de fornecer um suporte teórico-analítico para a compreensão do problema de pesquisa e, nesse sentido, subsidiar os limites conceituais a serem utilizados. Vale salientar que não se objetiva aqui esgotar todo o arcabouço teórico, mas sim de delinear os principais modelos e teorias utilizados na condução do trabalho de pesquisa.

No primeiro tópico é abordado os aspectos relacionados à Oferta Pública Inicial (IPO). O segundo tópico está subdividido em Agregação de Valor e Valor Econômico Agregado (EVA). O terceiro tópico também possui uma subdivisão, onde estuda os temas relacionados à Responsabilidade Social e ESG.

2.1 Oferta Pública Inicial

A Oferta Pública Inicial (IPO), do inglês *Initial Public Offering*) é o processo pelo qual uma empresa privada abre o capital em alguma bolsa de valores para o recebimento de novos sócios ao oferecer ações pela primeira vez. Essa transição permite que a empresa capte recursos de um grupo mais amplo de investidores, facilitando a expansão das operações e o crescimento do negócio, conforme destacado por Ritter (1991). No entanto, além dos benefícios, as empresas enfrentam desafios como maior transparência, aderência a regulamentações e mudanças na governança corporativa.

Um dos modelos teóricos que ajuda a explicar a decisão de financiamento das empresas é a Teoria da *Pecking Order*, proposta por Myers (1984). Segundo essa teoria, as empresas preferem seguir uma hierarquia de fontes de financiamento, na qual o financiamento interno (lucros retidos) é preferido em relação ao financiamento por dívida, e este é preferido em relação à emissão de novas ações.

A emissão de ações por meio de um IPO representa, portanto, a última opção de financiamento na hierarquia da “*Pecking Order*”, sendo considerada quando as outras opções de financiamento (interno e dívidas) já foram esgotadas ou se tornam ineficientes. Myers (1984) sugere que as empresas podem optar pelo IPO quando o custo da dívida se torna muito elevado, ou quando há necessidade de um montante substancial de capital que não pode ser obtido por meio de financiamento interno. Além disso, o IPO permite a diversificação dos acionistas originais, reduzindo o risco individual deles.

Existem outras teorias que tentam explicar o momento ideal e as circunstâncias nas quais uma empresa decide realizar um IPO. Lucas e McDonald (1990) desenvolveram a “*Theory of Timing*”, que sugere que as empresas escolhem realizar IPOs em momentos de condições favoráveis do mercado, quando acreditam que os investidores estão dispostos a pagar um prêmio por suas ações.

Outra explicação complementar é a “*Market Timing Hypothesis*”, proposta por Baker e Wurgler (2002), que sugere que as empresas tentam aproveitar períodos de “*bull Market*” (período prolongado de alta nos preços) para emitir ações, já que nesses momentos os investidores estão mais otimistas e dispostos a pagar preços elevados pelas ações. De acordo com essa hipótese, as empresas buscam o IPO quando o valor de mercado está temporariamente alto em relação ao valor fundamental da empresa.

A Teoria do Ciclo de Vida é outra abordagem importante quando se estuda a decisão de uma empresa em realizar um IPO. Proposta por Mueller (1972), a Teoria do Ciclo de Vida destaca as fases pelas quais uma empresa passa, como o início, o crescimento, a maturidade e o declínio ou renovação. Ela sugere que o momento de um IPO geralmente está ligado ao estágio de crescimento da empresa, conforme apontam Loughran e Ritter (1995). Isso porque o IPO oferece uma fonte de capital que possibilita a continuidade da expansão sem o peso de novos empréstimos ou o uso de capital dos acionistas internos.

Além das motivações discutidas, como a captação de capital e a liquidez dos acionistas originais, outros fatores podem influenciar a decisão de uma empresa em realizar um IPO, como a redução da alavancagem, aquisições futuras e reputação e credibilidade.

Na redução da alavancagem, empresas com altos níveis de endividamento podem optar por um IPO para reduzir sua alavancagem financeira. Frank e Goyal (2006) mostram que o aumento de capital via IPO pode ser uma alternativa menos onerosa para reduzir a dívida e melhorar a saúde financeira da empresa.

Em relação às aquisições futuras, empresas que planejam realizar fusões ou aquisições podem utilizar as ações adquiridas por meio do IPO como moeda para financiar esses movimentos estratégicos. Brau e Fawcett (2006) sugerem que o acesso ao capital em um mercado público facilita tais transações, pois permite que a empresa utilize suas ações como meio de troca.

No que diz respeito a reputação e credibilidade, tem-se que a abertura de capital pode também ser uma estratégia para aumentar a reputação e a visibilidade da empresa. Chemmanur e Fulghiri (1999) afirmam que empresas públicas, em comparação com privadas, tendem a ter

uma maior credibilidade e a atrair maior atenção da mídia e do mercado, o que pode facilitar futuras rodadas de captação de recursos e aumentar sua competitividade.

Ainda que os benefícios do IPO sejam significativos, autores ressaltam sobre os riscos e custos associados ao processo. Um dos principais desafios é o “*underpricing*”, um fenômeno no qual as ações são precificadas abaixo de seu valor justo no dia da oferta, resultando em uma valorização abrupta no primeiro dia de negociação. Isso ocorre em parte porque os bancos de investimento responsáveis pela estruturação da oferta desejam garantir uma demanda forte para as ações, mas também por incertezas relacionadas ao valor real da empresa no momento do IPO (Myers, 1984; Pagano; Panetta; Zingales, 1998).

Além disso, o IPO impõe um ônus regulatório significativo, já que as empresas passam a estar sujeitas a exigências rigorosas de transparência e divulgação de informações financeiras, incluindo a necessidade de maior transparência e a adesão a regulamentações impostas por órgãos reguladores, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil. Zingales (1995) destaca que, para muitas empresas, esses custos contínuos de conformidade, juntamente com o risco de volatilidade no preço das ações, podem ser fatores desmotivadores para abrir capital.

A literatura também destaca que o desempenho das empresas após o IPO pode variar consideravelmente. Fama e French (2004) identificaram que muitas empresas enfrentam dificuldades em manter o mesmo nível de retorno ajustado ao risco após a abertura de capital, em parte devido às novas pressões para apresentar resultados de curto prazo e à maior volatilidade associada ao preço das ações no mercado público.

Por outro lado, a maior disciplina imposta pelo mercado de capitais e o escrutínio público podem levar a melhorias nas práticas de governança corporativa. Doidge, Karolyi e Stulz (2004) apontam que empresas que realizam IPOs em mercados desenvolvidos tendem a adotar padrões mais elevados de governança, o que pode mitigar os problemas de agência e contribuir para um desempenho mais sustentável a longo prazo.

Sendo assim, tem-se que a Oferta Pública Inicial representa uma decisão estratégica com motivações complexas. Embora o IPO forneça acesso a capital, aumente a visibilidade e facilite a diversificação de acionistas, ele também traz desafios substanciais, incluindo os custos de conformidade regulatória e a volatilidade no preço das ações. O entendimento das teorias, como a *Pecking Order*, e das motivações estratégicas para realizar um IPO ajuda a contextualizar melhor esse evento dentro do ciclo de vida de uma empresa.

2.2 Agregação de valor e Valor Econômico Agregado

2.2.1 Agregação de valor

A agregação de valor é um dos principais objetivos da gestão empresarial, abrangendo todas as áreas de uma organização, incluindo, *marketing*, mercado, empresarial e finanças. Em linhas gerais, agregar valor significa oferecer algo adicional ou superior que beneficia os clientes, o mercado, a própria empresa e demais *stakeholders*. Essa abordagem implica que, além de metas operacionais e financeiras, a empresa deve constantemente buscar maneiras de melhorar seu desempenho e aumentar seu valor de mercado (Lepak; Smith; Taylor, 2007).

No *marketing*, agregar valor ao cliente envolve atender suas expectativas por meio de qualidade, personalização, conveniência e experiências positivas, visando fidelidade e vantagem competitiva (Porter, 2004). Essa abordagem alinha estratégias de *branding* (processo de criação e gestão de uma marca) e relacionamento com a geração de resultados financeiros, refletindo em margens superiores e maior valor para acionistas (Kotler & Keller, 2012). Marcas fortes, como ativos intangíveis, elevam o valor percebido, permitindo preços *premium* e maior lealdade (Keller, 2008). Além disso, o *marketing* de relacionamento promove vínculos duradouros e reduz custos de aquisição, aumentando a rentabilidade (Grönroos, 2007). Integrar sustentabilidade às estratégias agrega valor tanto para clientes quanto para a sociedade, conciliando retorno financeiro e impacto social (Porter & Kramer, 2006).

Em relação ao mercado, agregar valor envolve contribuir de forma positiva para o ambiente em que a empresa atua. Isso pode incluir, o desenvolvimento de produtos inovadores, a promoção da concorrência saudável, a necessidade e a adoção de práticas sustentáveis ou a participação em iniciativas comunitárias. Ao agregar valor para o mercado, a empresa busca construir uma reputação positiva, fortalecer suas relações com *stakeholders* e contribuir para o desenvolvimento econômico e social (Grahovac; Miller, 2009; Hamel; Prahalad, 1990; Prahalad; Ramaswamy, 2004).

Sob o ponto de vista empresarial, agregar valor significa aumentar a rentabilidade e a competitividade da organização. Conseguir alcançar essa meta por meio de estratégias que resultam em vantagens competitivas, como diferenciação de produtos, eficiência operacional, inovação, gestão de qualidade, construção de uma marca forte ou estabelecimento de parcerias estratégicas. A agregação de valor para a empresa visa melhorar sua posição no mercado, maximizar o retorno sobre o investimento e criar valor para os acionistas (Coff, 2010; Hamel; Prahalad, 1990).

A agregação de valor em finanças refere-se à capacidade da empresa de gerenciar seus recursos de forma eficiente, garantindo que as decisões financeiras maximizem o retorno sobre o capital investido e proporcionem valor para os acionistas. Nesse contexto, ferramentas como o Valor Econômico Agregado (EVA) e o Q de Tobin desempenham um papel fundamental na avaliação da criação de valor, pois indicam se a empresa está utilizando seus recursos de maneira eficiente e gerando retornos superiores ao custo de capital. O Q de Tobin é um indicador econômico que mede a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição de seus ativos. Se o Q for maior que 1, indica que o mercado avalia a empresa acima do custo de substituição de seus ativos, sugerindo boas expectativas de retorno; se for menor que 1, pode indicar subvalorização ou baixa expectativa de rentabilidade (Stewart, 1991).

Diversos outros aspectos dentro da gestão financeira podem impactar a criação de valor, como por exemplo a estrutura de capital, a política de dividendos, a gestão de ativos, alocação de capital, o custo de capital, a gestão de capital de giro, a gestão de riscos financeiros, as decisões de fusões e aquisições, a transparência financeira e a governança corporativa (Coff, 2010).

A estrutura de capital é um dos mais importantes fatores que influenciam a agregação de valor em finanças. Segundo Modigliani e Miller (1958), o valor de uma empresa independe da sua estrutura de capital em mercados perfeitos. No entanto, na prática, as decisões sobre o mix de dívida e capital próprio afetam diretamente o valor da empresa. Empresas que utilizam um nível adequado de endividamento podem se beneficiar de incentivos fiscais, já que os juros sobre a dívida podem ser deduzidos, o que reduz o custo de capital e, por consequência, aumenta o EVA. Contudo, o uso exagerado de dívida pode aumentar o risco de falência e reduzir o valor de mercado da empresa, impactando negativamente o Q de Tobin (Damodaran, 2002).

A política de dividendos também tem um papel crucial na criação de valor. De acordo com a teoria do “*dividend irrelevance*” de Modigliani e Miller (1961), em mercados perfeitos, a política de dividendos não tem reflexos no valor da empresa. No entanto, em mercados reais, onde imperfeições como impostos e custos de transação existem, a distribuição de dividendos pode ser percebida como um sinal de confiança na solidez financeira da empresa, influenciando sua valorização no mercado (Gordon, 1959). Organizações que possuem uma política de dividendos consistente tem mais probabilidade de atrair investidores em busca de retornos estáveis, o que pode impactar positivamente o Q de Tobin e o EVA, ao criar uma percepção de estabilidade e segurança (Damodaran, 2002).

A gestão de ativos e a alocação eficiente de capital também são fatores críticos para a agregação de valor em finanças. A capacidade de uma empresa investir em projetos que geram retornos superiores ao seu custo de capital é um dos principais determinantes do EVA. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), as empresas que adotam uma abordagem criteriosa na análise de investimentos conseguem maximizar o valor de mercado ao direcionar recursos para iniciativas que aumentam a rentabilidade e o crescimento sustentável. Nesse contexto, o uso de métricas como o valor presente líquido (VPL) e a taxa interna de retorno (TIR) ajuda a selecionar oportunidades de investimento que podem agregar valor.

O custo de capital é outro aspecto determinante na agregação de valor. Empresas que conseguem reduzir o seu custo de capital, seja por meio de uma gestão eficiente do risco ou pela otimização da estrutura de capital, conseguem aumentar seu valor econômico agregado. Damodaran (2002) ressalta que a utilização de uma combinação ideal de fontes de financiamento, juntamente com a minimização dos riscos operacionais e financeiros, reduz o custo de capital e melhora o EVA. Além disso, uma redução no custo de capital eleva o Q de Tobin, pois o valor de mercado da empresa aumenta em relação ao valor contábil de seus ativos.

Outro fator importante para a criação de valor refere-se à gestão do capital de giro. Uma gestão eficiente de ativos circulantes, como caixa, contas a receber e estoques, garante que a empresa tenha liquidez suficiente para operar e investir sem comprometer sua rentabilidade. Conforme Gitman e Zutter (2017), a otimização do ciclo de conversão de caixa pode liberar recursos financeiros que podem ser reinvestidos em projetos mais rentáveis, aumentando assim o EVA e o valor de mercado da empresa.

Outro aspecto relevante é a gestão de riscos financeiros. Empresas sujeitas a flutuações nas taxas de câmbio, taxas de juros ou preços de *commodities* podem enfrentar riscos significativos que afetam sua capacidade de gerar valor. Para Jorion (2007), a utilização de instrumentos de *hedge*, como derivativos, pode ajudar a mitigar esses riscos e garantir maior previsibilidade no fluxo de caixa. A gestão eficaz dos riscos financeiros reduz a volatilidade dos resultados, o que contribui para a estabilidade do valor da empresa e melhora o Q de Tobin.

Além disso, as decisões de fusões e aquisições (M&A) representam outra oportunidade de agregação de valor em finanças. As empresas que buscam aquisições estratégicas podem capturar sinergias que aumentam o valor da empresa, desde que o preço pago seja inferior ao valor presente dos fluxos de caixa futuros proporcionados pelo ativo adquirido. De acordo com Bruner (2004), a chave para o sucesso em fusões e aquisições está na integração eficiente das operações e na realização das sinergias esperadas, o que pode resultar em um aumento significativo do EVA e do valor de mercado.

Por fim, a transparência financeira e a governança corporativa são elementos fundamentais na agregação de valor em finanças. A adoção de práticas robustas de governança e a divulgação de informações claras e precisas aos investidores criam confiança no mercado, o que pode colaborar para aumentar o valor de mercado da organização. Jensen (2001) argumenta que empresas com práticas sólidas de governança tendem a ter uma alocação de capital mais eficiente e um melhor alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas, o que se reflete em um maior valor para os investidores.

No geral, a agregação de valor é uma abordagem estratégica para a criação de vantagem competitiva, satisfação do cliente, fortalecimento da imagem corporativa e geração de valor financeiro. É um processo contínuo em que as empresas buscam constantemente melhorar e inovar para se destacar no mercado e alcançar resultados superiores.

Dentre as diversas métricas utilizadas para medir a criação de valor, o Valor Econômico Agregado (EVA) destaca-se como uma das mais relevantes e amplamente aplicadas na literatura e na prática empresarial. Esse assunto será tratado a seguir.

2.2.2 Valor Econômico Agregado

O EVA (*Economic Value Added*) ou Valor Econômico Agregado, é uma métrica financeira que foi desenvolvida e popularizada na década de 1980 pelo consultor financeiro americano Joel Stern, fundador da Stern Stewart & Co. Na verdade, o conceito de valor econômico adicionado tem raízes mais antigas na teoria econômica, remontando ao trabalho do economista britânico Alfred Marshall no final do século XIX. Também David Ricardo, em 1820, tratou da temática (Assaf Neto, 2009; Sharma, 2010).

Marshall introduziu o conceito de excedente do consumidor, que nada mais é do que a diferença entre o que um consumidor tem disposição a pagar por um produto ou serviço e o preço que ele efetivamente paga. Ele acreditava que o excedente do consumidor era um indicador importante do valor econômico criado por uma empresa. Já David Ricardo usou a expressão *supranormal* para se referir a criação e valor. Mais tarde, outros economistas, como Frank Knight e Joseph Schumpeter, contribuíram para o desenvolvimento do conceito de valor econômico adicionado. Knight, em particular, argumentou que o lucro de uma empresa é o resultado da combinação de fatores produtivos, incluindo o capital. Ele argumentou que o lucro deve ser visto como uma recompensa pelo risco assumido pelos proprietários da empresa. Tal ideia foi posteriormente desenvolvida por Stern e outros consultores financeiros, que criaram o

EVA como uma medida de desempenho que leva em consideração o custo do capital empregado (Assaf Neto, 2009; Sharma, 2010; Stern; Stewart; Chew, 1991).

O EVA é obtido subtraindo o custo de capital total (que inclui tanto o capital próprio quanto o de terceiros) do lucro operacional líquido após os impostos (NOPAT, *Net Operating Profit After Taxes*). A fórmula básica do EVA é a seguinte:

$$EVA = NOPAT - (\text{Custo de Capital} \times \text{Capital Investido})$$

Onde:

- **NOPAT:** Lucro operacional líquido após impostos, que reflete o desempenho operacional da empresa.
- **Custo de Capital:** Taxa de retorno exigida pelos investidores (acionistas e credores) pelo capital que eles forneceram à empresa.
- **Capital Investido:** Soma dos recursos financeiros que a empresa utiliza para financiar suas operações, incluindo capital próprio e dívida.

O NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), ou seja, Lucro Operacional Líquido Após Impostos, é uma métrica utilizada em finanças que mede o lucro operacional gerado por uma empresa, após deduzir os impostos relacionados a essa atividade. Essa métrica é considerada importante porque ela reflete a capacidade da empresa de gerar lucro a partir de suas atividades operacionais, independentemente do efeito da estrutura de capital e do nível de alavancagem financeira da empresa (Brasil, 2002; Ross; Westerfield; Jaffe, 2002). O cálculo do NOPAT pode ser realizado subtraindo-se os impostos sobre o lucro do lucro operacional da empresa. A fórmula é a seguinte:

$$NOPAT = \text{Lucro Operacional} - \text{Impostos sobre o Lucro}$$

O Custo de Capital é, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o retorno que uma empresa deve pagar aos seus financiadores de capital (como acionistas e credores) em troca do uso de seus fundos. É um conceito fundamental na gestão financeira das empresas, uma vez que o custo de capital é utilizado para avaliar a viabilidade de investimentos em novos projetos ou oportunidades de negócios. O custo de capital é calculado com base no custo de cada fonte de financiamento de uma empresa. Por exemplo, o custo de capital próprio (ou custo de ações) é calculado a partir da taxa de retorno exigida pelos acionistas da empresa, enquanto o custo de

capital de terceiros (ou custo da dívida) é calculado a partir da taxa de juros que a empresa paga sobre sua dívida. O custo de capital é usado para determinar a taxa mínima de retorno que a empresa deve gerar em seus investimentos para satisfazer seus financiadores. Portanto, é um importante indicador financeiro utilizado por investidores e analistas para avaliar a saúde financeira de uma empresa e a atratividade de seus investimentos (Brigham; Ehrhardt, 2016; Gitman; Zutter, 2017; Ross; Westerfield; Jaffe, 2002).

Normalmente, para se calcular o custo de capital, utiliza-se o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) ou seja, custo médio ponderado de capital (CMPC), que é uma métrica financeira usada para determinar a taxa de retorno mínima que uma empresa deve ganhar para cobrir os custos de financiamento de seus investimentos (Assaf Neto, 2009; Brasil, 2002; Brigham; Ehrhardt, 2016; Ross; Westerfield; Jaffe, 2002). O WACC leva em consideração o custo de cada fonte de financiamento (como dívida e capital próprio) e a proporção de cada fonte no total do financiamento da empresa.

O WACC é calculado ponderando o custo de cada fonte de financiamento pelo seu respectivo peso, em termos de valor financeiro. O WACC é importante porque pode ajudar a empresa a determinar se um determinado projeto ou investimento é viável. Se o retorno esperado de um investimento for menor que o WACC, isso significa que o investimento não está gerando retorno suficiente para compensar os custos de financiamento da empresa (Wernke, 2008). Se o retorno esperado for maior que o WACC, então o investimento pode ser uma boa escolha para a empresa. O WACC é calculado usando a seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{E}{V} \times Re + \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc)$$

Onde:

- E = Valor total do patrimônio líquido (*equity*).
- D = Valor total da dívida.
- V = E + D (valor total da empresa)
- Re = Custo de capital próprio (retorno esperado pelos investidores em ações).
- Rd = Custo da dívida (taxa de juros paga pela empresa aos seus credores).
- Tc = Imposto de renda corporativo (alíquota de imposto).

A primeira parte da fórmula, $(\frac{E}{V} \times Re)$, calcula o custo de capital próprio ponderado pelo valor de mercado do patrimônio líquido da empresa. Essa parcela representa o retorno mínimo que os investidores em ações esperam receber em troca do risco assumido (Brasil, 2002).

A segunda parte da fórmula, $\left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c)\right)$ calcula o custo da dívida ponderado pelo valor de mercado da dívida da empresa. Essa parcela representa o custo dos juros pagos pela empresa aos seus credores, líquidos do benefício fiscal (representado por T_c) que a empresa recebe por conta dos juros serem dedutíveis na base de cálculo do imposto de renda (Brasil, 2002).

Ao somar as duas parcelas, obtém-se o WACC, que representa a taxa de retorno que a empresa deve obter para atender a todas as suas obrigações financeiras e manter o valor dos seus investimentos para os acionistas (Brasil, 2002).

O capital investido em uma empresa é a soma do capital próprio e do capital de terceiros investidos na organização. O capital próprio inclui o dinheiro investido pelos acionistas da empresa, enquanto o capital de terceiros inclui os empréstimos e dívidas adquiridos pela empresa. O capital investido é um indicador importante para avaliar a saúde financeira de uma empresa, pois reflete o total de recursos que foram utilizados para financiar suas atividades operacionais e de investimento. Uma empresa que tem um alto nível de capital investido pode ter mais flexibilidade financeira para crescer e se expandir (Assaf Neto, 2009; Brigham; Ehrhardt, 2016; Ross; Westerfield; Jaffe, 2002).

O cálculo do capital investido é simples e pode ser feito subtraindo-se o ativo circulante líquido do ativo não circulante líquido da empresa. Ou seja:

$$\text{Capital Investido} = \text{Ativo Não Circulante Líquido} - \text{Ativo Circulante Líquido}$$

Entretanto, existem outras maneiras mais sofisticadas de calcular o custo do capital investido. O custo do patrimônio líquido é a taxa de retorno exigida pelos acionistas para investir na empresa, levando em conta o risco financeiro associado. Existem várias abordagens para estimar o custo do patrimônio líquido, como o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), modelos de dividendos descontados ou múltiplos de mercado. Essas abordagens consideram fatores como o prêmio de risco, a taxa livre de risco, o Beta da empresa e outras variáveis relevantes (Ross; Westerfield; Jaffe, 2002).

O CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) é uma das abordagens mais comuns para estimar o custo do patrimônio líquido. O modelo CAPM relaciona o retorno esperado de um ativo ou de uma empresa ao seu risco sistemático, medido pelo Beta (Brasil, 2002; Ross; Westerfield; Jaffe, 2002). A fórmula geral do CAPM é a seguinte:

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

Onde:

- R_i = É o retorno esperado do ativo ou da empresa.
- R_f = É a taxa livre de risco, que representa o retorno esperado de um investimento livre de risco, geralmente associado aos títulos do governo de longo prazo.
- β_i = É o coeficiente beta do ativo ou da empresa, que mede a sensibilidade dos retornos desse ativo em relação aos retornos do mercado.
- R_m = É o retorno esperado do mercado, que geralmente é representado pelo retorno esperado de um índice de mercado, como o S&P 500.

A Taxa livre de risco (R_f) representa o retorno esperado de um investimento livre de risco, geralmente associado aos títulos do governo de longo prazo. Essa taxa é utilizada como ponto de referência para medir o prêmio de risco exigido pelos investidores para investir em ativos arriscados.

O Coeficiente Beta (β_i) mede a sensibilidade dos retornos de um ativo ou de uma empresa em relação aos retornos do mercado como um todo. O Beta é uma medida de risco sistemático, ou seja, o risco que não pode ser eliminado por meio da diversificação. Um Beta igual a 1 indica que o ativo tem a mesma volatilidade do mercado, um Beta maior que 1 indica maior volatilidade do que o mercado e um Beta menor que 1 indica menor volatilidade (Brasil, 2002).

O Prêmio de risco do mercado ($R_m - R_f$) representa a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco. Esse prêmio de risco captura a compensação adicional que os investidores exigem por assumir riscos de mercado (Brasil, 2002).

É importante ressaltar que o CAPM é um modelo teórico e está baseado em uma série de pressupostos, como a eficiência dos mercados, a ausência de custos de transação e a existência de investidores racionais. Além disso, a estimação do Beta pode ser influenciada por diversos fatores e requer cuidados na seleção do período de análise e da forma de cálculo. No entanto, apesar de suas limitações, o CAPM é amplamente utilizado na prática para estimar o custo do patrimônio líquido, especialmente em análises financeiras, avaliação de empresas e tomada de decisões de investimento. É importante considerar outras abordagens e informações adicionais para uma análise mais completa e precisa (Brasil, 2002; Ross *et al.*, 2002; Silva, 2017).

O uso do EVA apresenta algumas limitações, sobretudo em relação à complexidade de Cálculo. A determinação precisa do custo de capital e do capital investido pode ser complexa,

especialmente para empresas com estruturas de capital diversificadas ou em setores de alta volatilidade (Damodaran, 2002). Outra limitação refere-se aos ajustes contábeis, pois o cálculo do EVA frequentemente requer ajustes nos dados contábeis para melhor refletir o desempenho econômico da empresa. Esses ajustes, como a capitalização de despesas e a exclusão de itens não recorrentes, podem tornar o processo de cálculo mais subjetivo (Young; O'Byrne, 2001). Por fim, o EVA não capta completamente outros aspectos que podem agregar valor à empresa, como a inovação, o capital humano e os ativos intangíveis, o que pode limitar sua aplicabilidade em setores com grande dependência desses fatores, como tecnologia e serviços (Damodaran, 2002).

Dada que a grande dificuldade para o cálculo do EVA é determinar o custo médio ponderado de capital, alguns autores (Pessanha *et al.*, 2012) utilizam uma taxa livre de risco em substituição ao WACC. O Certificado de Depósito Interbancário (CDI) é a taxa escolhida para este fim por esses autores. Já Assaf Neto (2009) utiliza a Taxa SELIC como custo de oportunidade com o propósito de remunerar o capital dos acionistas. A referida taxa representa os juros básicos na economia brasileira.

Entretanto, apesar das limitações, o EVA é considerado uma métrica superior ao lucro contábil tradicional, pois leva em conta o custo de oportunidade do capital, o que muitos indicadores financeiros comuns, como o lucro líquido ou o EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização), não fazem. De acordo com Stewart (1991), uma das principais vantagens do EVA é que ele incorpora o custo do capital próprio, que muitas vezes é negligenciado nas análises financeiras tradicionais. Como resultado, o EVA fornece uma visão mais precisa da real criação de valor por parte da empresa.

Estudos indicam que o EVA está fortemente correlacionado com a valorização do valor de mercado de uma empresa, tornando-o um indicador confiável para os investidores. Segundo Damodaran (2002) o EVA é uma métrica mais eficaz para avaliar a performance de longo prazo, pois considera tanto os riscos financeiros quanto o retorno gerado. Além disso, o uso do EVA ajuda a alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, incentivando uma gestão eficiente dos recursos.

Ainda como benefícios, tem-se que o EVA orienta a empresa a concentrar seus esforços em aumentar o valor para os acionistas, uma vez que mede diretamente se a empresa está gerando retorno acima do custo do capital. Isso incentiva os executivos a tomarem decisões que maximizem a criação de valor, ao invés de simplesmente buscar crescimento de receita ou lucro contábil. Serve também como uma ferramenta para avaliar projetos de investimento, permitindo à empresa decidir se deve continuar, expandir ou cancelar determinadas iniciativas. O uso de

EVA também facilita a comparação entre diferentes projetos e oportunidades de investimento. O EVA também incentiva decisões focadas no longo prazo, evitando práticas gerenciais de curto prazo que podem comprometer a criação de valor sustentável (Brigham; Ehrhardt, 2016).

Embora o EVA seja amplamente utilizado, ele é apenas uma das várias métricas disponíveis para medir a criação de valor. Outras medidas incluem o Lucro Econômico (EP), o Valor de Mercado Adicionado (MVA) e o Fluxo de Caixa Livre (FCF). O MVA, por exemplo, mede a diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor do capital investido, enquanto o FCF se concentra na quantidade de caixa disponível após todos os investimentos necessários. No entanto, o EVA tem a vantagem de ser mais diretamente acionável, uma vez que pode ser desdobrado em unidades de negócios e projetos individuais (Young; O'Byrne, 2001).

Para concluir, tem-se que a premissa central do EVA é que as empresas precisam gerar retorno suficiente para cobrir o custo do capital investido. Se o retorno exceder o custo de capital, a empresa está criando valor econômico (EVA positivo). Caso contrário (EVA negativo), ela está destruindo valor, mesmo que apresente lucro contábil (Stern; Stewart; Chew, 1991; Stewart, 1991). Nesse sentido, o EVA pode ser uma métrica relevante para avaliar o sucesso das ações empresariais, uma vez que a criação de valor deve ser refletida tanto no aumento das receitas quanto na eficiência dos investimentos.

2.3 Responsabilidade Social e ESG

2.3.1 Responsabilidade Social

Já faz algum tempo que, segundo Oliveira (2002), a sociedade vem cobrando das empresas ações muito mais amplas do que o simples assistencialismo ou promoção social. Para o autor, as organizações devem se pautar na busca pelo compromisso ético na relação entre empresa e sociedade.

Nesse sentido, a Responsabilidade Social Empresarial (RSE) tem se tornado um dos pilares centrais da gestão contemporânea, à medida que as empresas são pressionadas não apenas a gerar lucros, mas também a atuar de forma responsável e ética em relação ao meio ambiente e à sociedade (Ashey, 2005).

O conceito de RSE apresenta versões diferentes, podendo variar dependendo do autor e da abordagem adotada. Howard Bowen, por exemplo, diz que a responsabilidade social empresarial refere-se à obrigação das empresas de adotar políticas e práticas que atendam aos interesses da sociedade de maneira geral, além de gerar lucro para os acionistas. Carroll (1991) alega que a RSE envolve o compromisso das empresas em contribuir para o desenvolvimento

sustentável, levando em consideração seus impactos econômicos, sociais e ambientais. Schwab (2021), fundador do Fórum Econômico Mundial, defende que a RSE deve ser vista como uma abordagem estratégica para a gestão dos negócios, visando a longevidade e o sucesso da empresa. Já Freeman (1984), que propôs a Teoria dos *Stakeholders*, afirma que as empresas têm responsabilidades para com os acionistas, funcionários, fornecedores, clientes e também a comunidade em geral.

Com uma abordagem diferente dos autores citados, Milton Friedman argumenta que a empresa tem como responsabilidade social gerar lucro para os acionistas, apenas. Para ele, as empresas devem se concentrar em maximizar o retorno sobre o investimento e deixar as questões sociais para o governo (Friedman, 1970).

De uma maneira geral a Responsabilidade Social Empresarial (RSE) pode ser definida como a integração voluntária, por parte das empresas, de preocupações sociais e ambientais em suas operações e na interação com seus *stakeholders* (Freeman *et al.*, 2010). Isso significa que as empresas devem agir além do cumprimento das obrigações legais, engajando-se em iniciativas que promovam o bem-estar da sociedade. O conceito de RSE está intimamente ligado à ideia de criação de valor compartilhado (Porter; Kramer, 2006), que argumenta que as empresas podem criar valor econômico ao atender às necessidades e desafios da sociedade.

O RSE tem mudado ao longo do tempo. No início, a responsabilidade social era vista principalmente como filantropia empresarial, com empresas doando parte de seus lucros para causas sociais. No entanto, a RSE se expandiu para incluir práticas de gestão sustentável, abrangendo políticas de governança corporativa, ética empresarial, práticas de trabalho justas, e gestão de impactos ambientais. Estudos apontam que a integração de práticas de RSE na estratégia empresarial pode levar a uma maior vantagem competitiva e fortalecer a reputação corporativa (Surroca; Tribó; Waddock, 2010).

A prática de RSE pode gerar vários benefícios, que são consideradas como vantagem competitiva. Por exemplo, empresas que demonstram responsabilidade social têm maior probabilidade de construir uma reputação positiva junto aos consumidores e à sociedade. Uma boa reputação pode traduzir-se em maior fidelidade à marca e em uma vantagem competitiva sustentável. Outro benefício diz respeito a atração e retenção de talentos, especialmente entre as gerações mais jovens, que buscam empresas com valores alinhados aos seus próprios (Hillenbrand; Money; Ghosh, 2019; Voorhees; Pepper, 2022).

Também como benefício da RSE tem-se a redução de riscos. Ao adotar práticas responsáveis, as empresas podem mitigar riscos relacionados a questões ambientais e sociais, como desastres naturais ou conflitos trabalhistas, evitando custos associados a penalidades ou

perda de confiança do mercado (Ashley, 2005). Empresas que implementam práticas de RSE podem acessar novos mercados e obter oportunidades de negócios, à medida que mais consumidores priorizam produtos e serviços de empresas socialmente responsáveis (Porter; Kramer, 2006). Trata-se de mais um benefício.

Apesar de seus benefícios, a RSE também enfrenta críticas. Um dos principais argumentos contra a RSE é a chamada hipocrisia corporativa, onde empresas adotam práticas socialmente responsáveis apenas para melhorar sua imagem pública, sem realmente se comprometerem com mudanças significativas (Banerjee, 2008). Além disso, alguns críticos questionam se as empresas podem equilibrar efetivamente suas responsabilidades sociais com a necessidade de maximizar o valor para os acionistas, sugerindo que a RSE pode ser vista como um desvio de seu objetivo principal (Friedman, 1970).

Vale destacar que RSE e filantropia empresarial não são a mesma coisa, embora possam estar relacionadas. A filantropia empresarial é geralmente vista como uma atividade voluntária que uma empresa realiza para beneficiar a comunidade ou uma causa específica, sem esperar um retorno financeiro direto. Por outro lado, a responsabilidade social empresarial refere-se às práticas e ações que as empresas adotam para atender às expectativas da sociedade em relação ao seu comportamento ético e responsável, incluindo aspectos relacionados ao meio ambiente, direitos humanos, transparência e governança (Santos, 2003).

Enquanto a filantropia empresarial pode contribuir para a imagem positiva da empresa e melhorar sua reputação na comunidade, a responsabilidade social empresarial busca criar valor para a empresa por meio de suas atividades cotidianas e operações de negócios, promovendo a sustentabilidade econômica, social e ambiental. Portanto, a responsabilidade social empresarial pode ser vista como uma abordagem mais ampla e estratégica do que a filantropia empresarial (Santos, 2003).

Recentemente, a RSE tem sido cada vez mais associada ao conceito de ESG (*Environmental, Social, and Governance*), que reflete os aspectos ambientais, sociais e de governança nas decisões empresariais. O aumento da pressão de investidores institucionais e consumidores por empresas que adotem práticas alinhadas ao ESG tem incentivado as empresas a implementarem estratégias de RSE mais amplas e integradas. Empresas que se destacam em suas práticas de ESG têm sido associadas a melhores resultados financeiros de longo prazo, à medida que o público e os investidores valorizam a sustentabilidade e a responsabilidade (Bouten; Zijlstra, 2021). O assunto ESG será tratado no tópico a seguir.

2.3.2 *Environmental, Social, and Governance (ESG)*

Durante muito tempo, o foco principal das empresas era a geração de lucro. No entanto, questões relacionadas ao meio ambiente, à sociedade e à governança estão se tornando cada vez mais presentes nas decisões corporativas (Irigaray; Stocker, 2022). Nesse contexto, as organizações precisam identificar quais práticas são mais adequadas para adotar, além de apresentar um desempenho que seja relevante tanto para a sociedade quanto para os acionistas. Os autores acima também destacam que o ESG (*Environmental, Social, and Governance*) promove a criação de critérios e práticas que orientam as ações de responsabilidade empresarial, levando em conta fatores ambientais, sociais e de governança.

O ESG representa um conjunto de parâmetros utilizados para avaliar a sustentabilidade e o impacto social das atividades empresariais. A ideia central é que o desempenho de uma organização não deve ser medido apenas pelos resultados financeiros, mas também pelo impacto que causa nas áreas ambiental, social e de governança. Esses parâmetros são organizados em três dimensões: o pilar Ambiental (E), o Social (S) e a Governança (G).

O critério Ambiental está relacionado às práticas e políticas de gestão dos recursos naturais, à redução das emissões de gases de efeito estufa, à conservação da biodiversidade, ao uso sustentável dos recursos, à gestão de resíduos e à eficiência energética, entre outros aspectos ligados ao meio ambiente. Empresas que priorizam a sustentabilidade ambiental são aquelas que procuram minimizar seu impacto negativo no ecossistema, ao mesmo tempo que desenvolvem soluções inovadoras para enfrentar os desafios ambientais (Sirisha *et al.*, 2024).

A dimensão ambiental tem ganhado destaque devido ao crescente impacto das mudanças climáticas e à escassez de recursos naturais. Governos, ONGs e consumidores estão cada vez mais exigindo das empresas práticas sustentáveis, que vão desde a redução de emissões de carbono até a transição para cadeias de suprimentos circulares e responsáveis. Além disso, a regulamentação ambiental tem aumentado, com legislações mais rigorosas exigindo conformidade das empresas em relação a práticas sustentáveis (Bouten; Zijlstra, 2021).

A Teoria dos Recursos Naturais (Hart, 1995) é uma das bases teóricas mais importantes que sustentam a dimensão ambiental do ESG. Ela propõe que as empresas podem garantir uma vantagem competitiva ao desenvolver capacidades internas que preservem o meio ambiente, criando valor a partir de práticas sustentáveis. Hart argumenta que, ao lidar com restrições ambientais, as empresas podem ser inovadoras e criar novos mercados (Sirisha *et al.*, 2024).

O critério Social abrange questões relacionadas ao impacto das atividades empresariais sobre as comunidades e a sociedade em geral. Isso inclui iniciativas de responsabilidade social corporativa, respeito aos direitos humanos, promoção da diversidade e inclusão, segurança e saúde no trabalho, relacionamento com fornecedores e envolvimento com *stakeholders*, entre outros aspectos (Bouten; Zijlstra, 2021).

Nos últimos anos, a dimensão social tem ganhado maior destaque, especialmente em torno de temas como equidade social, direitos trabalhistas e inclusão de grupos minoritários. A pandemia de COVID-19 reforçou a importância dessa dimensão, trazendo maior atenção ao bem-estar dos trabalhadores, às condições seguras de trabalho e à responsabilidade social das empresas com as comunidades mais vulneráveis (Sirisha *et al.*, 2024).

A dimensão social está fortemente ligada à Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), que argumenta que as empresas devem considerar não apenas os interesses dos acionistas, mas também os de funcionários, clientes, fornecedores e comunidades. A Teoria do Capital Humano, desenvolvida por Gary Becker na década de 1960, também se aplica nesse contexto, ao afirmar que investir nas pessoas dentro das organizações gera maior produtividade e inovação (Bouten; Zijlstra, 2021).

O critério de Governança está relacionado às estruturas e práticas de governança corporativa adotadas pelas organizações. Isso inclui aspectos como transparência, prestação de contas, ética nos negócios, independência dos conselhos, proteção dos direitos dos acionistas, gestão de riscos e a implementação de boas práticas de administração (Redecker; Trindade, 2021).

A importância da governança corporativa ganhou destaque mundial após crises financeiras e escândalos empresariais, como o caso Enron e a crise de 2008. Esses acontecimentos revelaram falhas significativas nas práticas de governança, gerando uma demanda crescente por mais transparência e controle nas estruturas de poder e nos processos de tomada de decisão dentro das empresas (Sirisha *et al.*, 2024).

A Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976) é uma das principais bases teóricas que sustentam o conceito de governança. Ela enfatiza a necessidade de alinhar os interesses dos gestores (agentes) com os dos acionistas (principais), a fim de minimizar os custos de agência e assegurar que as decisões empresariais sejam tomadas de maneira eficiente e ética (Bouten; Zijlstra, 2021).

O conceito de ESG tem suas origens no movimento de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), que ganhou força nas décadas de 1960 e 1970, incentivando as empresas a adotarem posturas mais éticas e conscientes em relação à sociedade. No entanto, foi em 2005,

com o relatório *Who Cares Wins*, patrocinado pela Organização das Nações Unidas (ONU), que o termo "ESG" se consolidou no cenário global (Irigaray; Stocker, 2022). Esse relatório destacou que empresas que incorporassem critérios ambientais, sociais e de governança em suas operações poderiam alcançar melhores resultados financeiros a longo prazo e promover um desenvolvimento mais sustentável.

Em 2015, a ONU lançou a Agenda 2030 para o desenvolvimento sustentável, que estabeleceu 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), abrangendo áreas como erradicação da pobreza, agricultura sustentável, educação de qualidade, igualdade de gênero, energia limpa, crescimento econômico, mudanças climáticas e justiça social. A Agenda 2030 envolve empresas, governos e a sociedade civil em um esforço conjunto para combater a desigualdade, erradicar a pobreza e proteger o meio ambiente, reafirmando que o desenvolvimento deve ser contínuo, ético e integrado (Irigaray; Stocker, 2022).

Hoje em dia, defende-se que a sociedade não deve depender exclusivamente do governo, mas também de empresas que atendam suas necessidades, promovendo geração de empregos, proteção ambiental, crescimento equitativo e defesa dos direitos dos consumidores (Irigaray; Stocker, 2022). Nesse cenário, o ESG tornou-se um padrão de avaliação adotado por investidores institucionais, governos e órgãos reguladores.

No que diz respeito aos reguladores, a implementação de práticas ESG segue padrões globais que visam padronizar as métricas e relatórios das empresas. Entre os mais utilizados estão: (1) *Global Reporting Initiative* (GRI), que oferece padrões de relatórios de sustentabilidade para garantir a transparência nas operações das empresas; (2) *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), que se concentra em questões financeiras relevantes relacionadas ao ESG; e (3) *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), que oferece recomendações para que as empresas divulguem os riscos e oportunidades decorrentes das mudanças climáticas (Eccles; Ioannou; Serafeim, 2014).

Com o crescimento do ESG nos últimos anos, ele se tornou um tema central na agenda global das empresas. Fatores como mudanças climáticas, investimentos socialmente responsáveis (SRI) e a pandemia da COVID-19 impulsionaram essa ascensão (Irigaray; Stocker, 2022).

ESG não é visto apenas como uma tendência, mas como um elemento essencial nas estratégias empresariais do século XXI. Ao adotar critérios ESG, as empresas não apenas atendem às exigências regulatórias e sociais, mas também se preparam para um futuro em que a sustentabilidade será crucial para sua competitividade e sobrevivência no mercado (Sirisha et al., 2024).

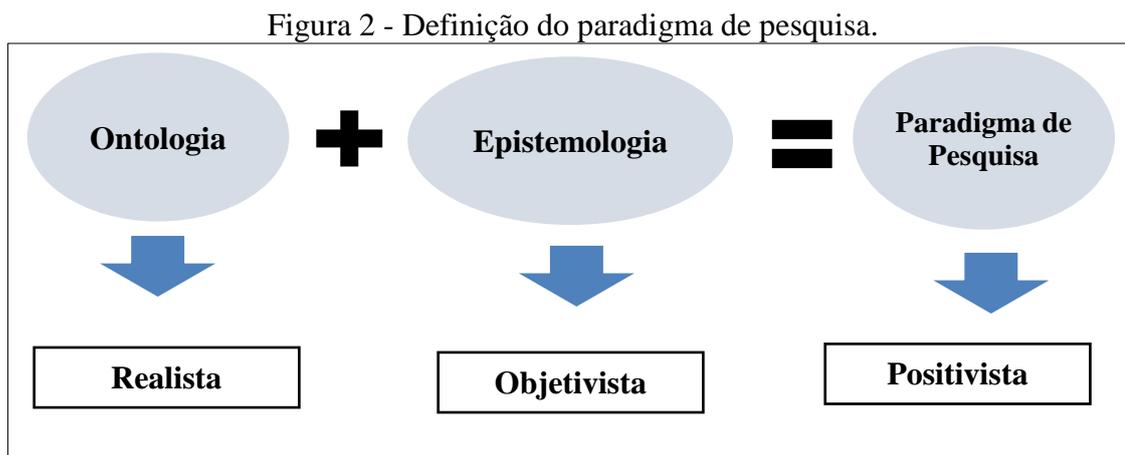
3 METODOLOGIA

Nesta seção são apresentados os aspectos metodológicos aplicados na tese. Primeiramente é apresentado o paradigma de pesquisa. Depois é apresentada a classificação da pesquisa, por meio de um Fluxograma Metodológico, elaborado a partir de Prado (2019, p. 56), com o propósito de evidenciar o processo a ser percorrido para obtenção dos resultados deste trabalho. Após a apresentação da classificação da pesquisa, tem-se o resumo da metodologia da tese.

Os procedimentos metodológicos detalhados de acordo com os objetivos específicos são descritos nos próprios artigos apresentados na segunda parte dessa tese.

3.1 Paradigma de Pesquisa

Segundo Crotty (1998) o Paradigma de Pesquisa refere-se ao conjunto de pressupostos ontológicos, epistemológicos e metodológicos que orientam uma determinada abordagem ou programa de pesquisa. Os paradigmas de pesquisa fornecem uma estrutura teórica e conceitual que influencia a forma como os pesquisadores entendem e estudam o mundo. A ontologia e a epistemologia desempenham um papel fundamental na definição do paradigma de pesquisa. A Figura 2 mostra o Paradigma de pesquisa utilizado neste estudo.



Fonte: Adaptado de Mendonça (2021).

A Ontologia refere-se ao estudo da natureza da realidade e do ser. Em termos de pesquisa, trata da pergunta: "O que existe?" ou "Qual é a natureza da realidade que estamos investigando?" A Epistemologia diz respeito ao estudo do conhecimento, ou seja, como

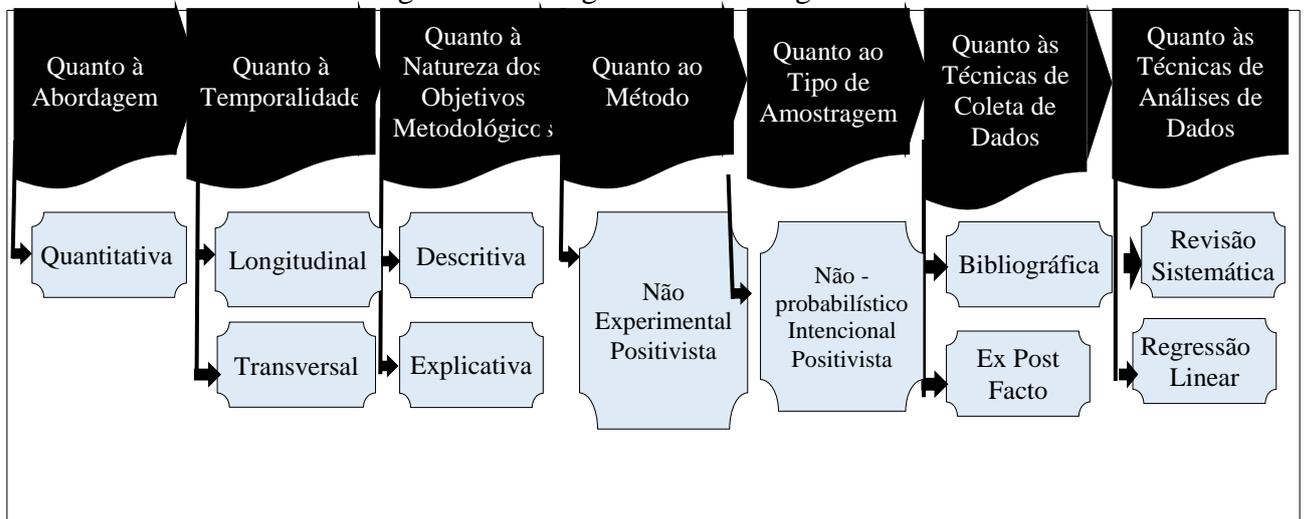
sabemos o que sabemos. Trata de como o conhecimento pode ser adquirido e validado na pesquisa. A combinação desses dois conceitos leva ao Paradigma de Pesquisa, que é o conjunto de crenças e suposições que guiam o processo de investigação científica, orientando os métodos e abordagens utilizadas (Saccol, 2009).

O Paradigma positivista baseia-se em uma ontologia realista, que postula a existência de uma realidade objetiva e independente do observador. Ele adota uma epistemologia objetivista, que busca um conhecimento objetivo, verificável e baseado em evidências empíricas. Nesse paradigma, os pesquisadores tendem a adotar métodos quantitativos, enfatizando a observação controlada e a mensuração para alcançar generalizações e leis universais (Saccol, 2009).

3.2 Classificação de Pesquisa

Baseado em Prado (2019), a Figura 3 traz o Fluxograma Metodológico utilizado nesta tese, de forma a evidenciar o processo a ser percorrido para obter os resultados pretendidos.

Figura 3 - Fluxograma Metodológico.



Fonte: Elaborado a partir de Prado (2019, p. 56).

A pesquisa adota uma abordagem quantitativa, caracterizada pela coleta e análise de dados numéricos com o objetivo de testar hipóteses e responder a questões de pesquisa. Os pesquisadores buscam medir e quantificar variáveis e, por meio de métodos estatísticos, analisar as relações entre elas. Técnicas estruturadas como questionários, escalas de avaliação e observações sistemáticas são comumente utilizadas para coletar dados numéricos que podem

ser tratados estatisticamente, seguindo princípios como controle e objetividade, minimizando vieses pessoais e buscando replicabilidade dos resultados (Collis; Hussey, 2005; Gil, 2002; Vergara, 2006).

Uma característica importante da abordagem quantitativa é a possibilidade de generalizar os resultados para uma população maior, a partir de amostras representativas. Isso é feito por meio de técnicas estatísticas que permitem inferir conclusões baseadas nos dados coletados. A análise estatística desempenha um papel central nesse tipo de estudo, envolvendo métodos descritivos, inferenciais e testes de hipóteses para avaliar a significância das relações entre as variáveis. Outro ponto relevante é a ênfase em variáveis mensuráveis, que possibilita a quantificação e comparação das relações entre essas variáveis, buscando identificar correlações, associações e diferenças significativas (Beuren, 2008).

No que diz respeito à temporalidade, a pesquisa é classificada como transversal e longitudinal. A pesquisa transversal coleta dados em um único momento, fornecendo uma visão instantânea das variáveis de interesse, enquanto a longitudinal acompanha as mesmas unidades ao longo do tempo, permitindo a observação de mudanças e a análise de padrões ao longo dos anos. A pesquisa transversal foi aplicada ao estudo de IPOs (Oferta Pública Inicial) entre 2011 e 2019, enquanto a pesquisa longitudinal foi utilizada em artigos de revisão que acompanharam o desenvolvimento de temas ao longo do tempo (Collis; Hussey, 2005).

Quanto aos objetivos metodológicos, o estudo combina tanto a pesquisa descritiva quanto a explicativa. A pesquisa descritiva tem como foco mapear características, comportamentos e fenômenos em um contexto específico, estabelecendo perfis e identificando tendências. Já a pesquisa explicativa vai além da descrição, buscando entender as relações de causa e efeito entre as variáveis estudadas, analisando os mecanismos subjacentes aos fenômenos observados. Isso permite uma compreensão mais profunda do objeto de estudo, fornecendo subsídios para o desenvolvimento de teorias e explicações causais (Collis; Hussey, 2005; Gil, 2002; Vergara, 2006).

O método utilizado no estudo é o Não-Experimental/Positivista, que adota uma visão objetiva da realidade, sem intervenção direta do pesquisador nas variáveis. Nesse tipo de pesquisa, a ênfase está na observação sistemática dos fenômenos em seu ambiente natural. Os dados são coletados por meio de técnicas quantitativas e analisados estatisticamente para identificar associações e padrões. Embora não haja manipulação direta das variáveis, são utilizados controles para minimizar influências externas e garantir a validade dos resultados. O objetivo é identificar correlações e estabelecer relações de causa e efeito entre as variáveis, ainda que de forma indireta (Beuren, 2008; Saccol, 2009).

Em relação à amostragem, o estudo segue o modelo Não-Probabilística Intencional, no qual os participantes são selecionados com base em critérios específicos definidos pelo pesquisador. Por exemplo, escolheu-se empresas que fizeram IPO no Brasil entre 2011 e 2019. Essa forma de amostragem é comum em estudos onde a seleção por conveniência ou julgamento é mais apropriada, permitindo ao pesquisador escolher participantes que atendam a requisitos importantes para a pesquisa (Martins; Theófilo, 2016).

Quanto às técnicas de coleta de dados, foram utilizadas tanto a coleta bibliográfica quanto a ex-post facto. A primeira envolve a consulta a materiais publicados, como livros, artigos e relatórios, fornecendo uma base teórica sólida para a pesquisa. Já a coleta ex-post facto baseia-se na análise de eventos passados, buscando entender os efeitos de variáveis independentes que não podem ser manipuladas diretamente. Nessa abordagem, os dados já existem e são analisados retrospectivamente, permitindo a identificação de padrões e relações entre variáveis. Utilizou-se as demonstrações contábeis das empresas envolvidas na amostra. Os dados coletados são analisados estatisticamente para identificar associações e inferir conclusões sobre as relações estudadas (Collis; Hussey, 2005; Gil, 2002; Vergara, 2006).

Fechando o fluxograma metodológico tem-se as Técnicas de Análises de Dados. Especificamente neste estudo serão usadas a revisão sistemática, por meio de análise bibliométrica e a Regressão Linear. A análise bibliométrica é uma técnica utilizada para quantificar e analisar a produção científica, com base em informações bibliográficas, como artigos científicos, teses, dissertações e outras publicações. Essa técnica permite avaliar diferentes aspectos da produção científica, como tendências, padrões de citação, colaborações entre autores e instituições, impacto de periódicos, entre outros (Sampaio, 2017).

A análise bibliométrica é frequentemente utilizada em estudos de revisão da literatura, avaliações de programas de pesquisa, análises de campos científicos e para fornecer insights sobre o desenvolvimento da ciência em determinadas áreas. A análise bibliométrica será utilizada nos dois primeiros artigos da tese. Também a Regressão Linear será usada no estudo, porém no terceiro artigo.

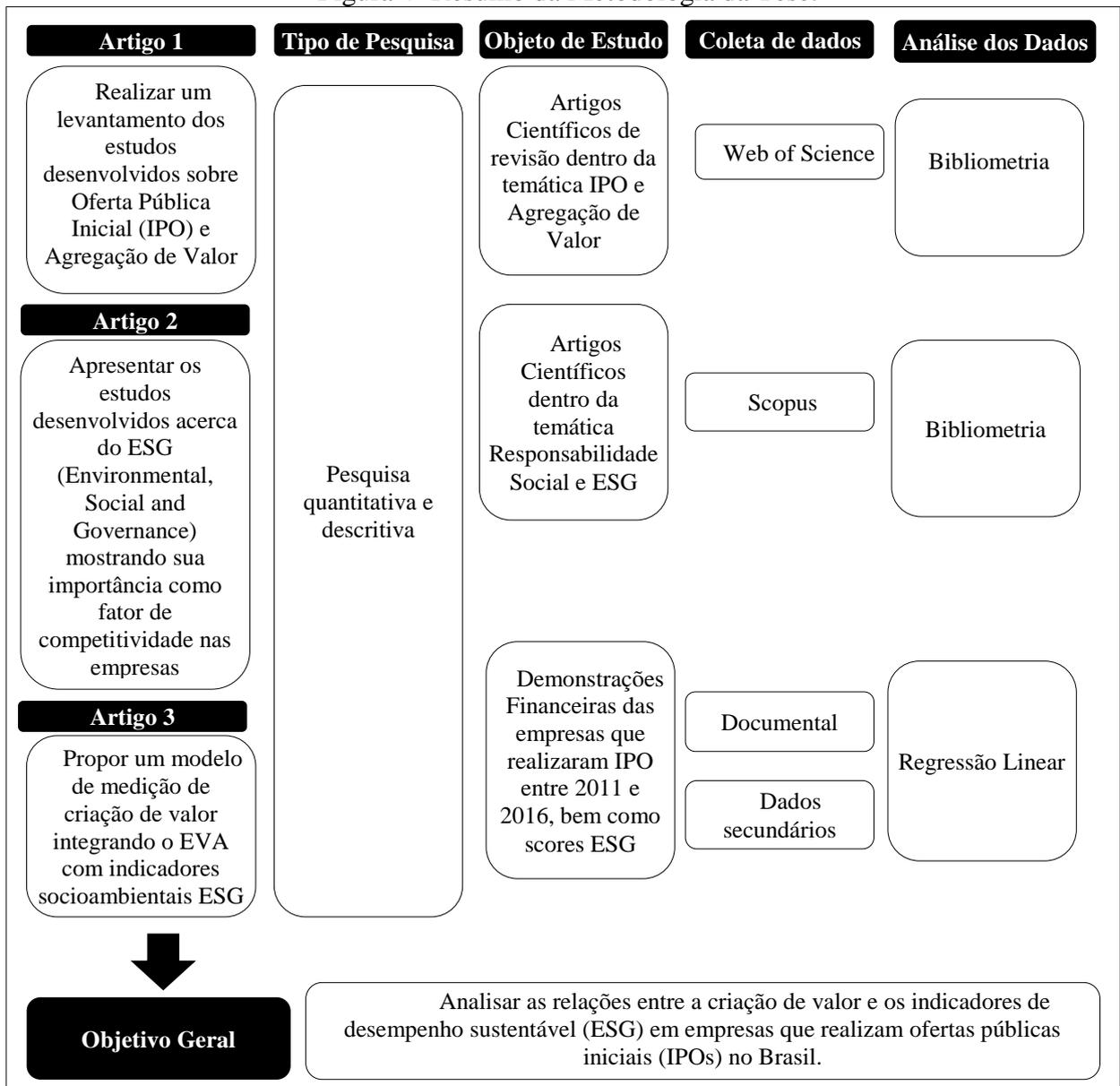
A regressão linear, segundo Hair *et al.* (2009) é uma técnica estatística utilizada para identificar e modelar a relação entre uma variável dependente e uma ou mais variáveis independentes. Essa técnica permite avaliar a natureza, direção e intensidade dessa relação. Alguns pontos-chaves sobre a regressão linear incluem as variáveis dependentes e independentes. Na regressão linear, a variável que está sendo explicada ou prevista é chamada de variável dependente, enquanto as variáveis que são usadas para explicar ou prever a variável dependente são chamadas de variáveis independentes (ou preditoras). Outro ponto-chave

refere-se ao Modelo de regressão, que denota o desenvolvimento de um modelo matemático que representa a relação entre as variáveis dependentes e independentes.

3.3 Resumo da Metodologia da Tese

A Figura 4 apresenta o resumo da metodologia da tese, onde é possível notar o caminho percorrido para se atingir o objetivo geral, considerando os três artigos propostos.

Figura 4- Resumo da Metodologia da Tese.



Fonte: Adaptado de Antonialli (2018).

REFERÊNCIAS

- AMBLER, T. **Marketing and the bottom line**. London: Pearson Education, 2003.
- ANDERSON, S. C.; BEARD, T. R.; BORN, J. A. **Initial Public Offerings: an introduction**. [s.l.] Findings and Theories, 1985.
- ANTONIALLI, F. **Business platforms for automated driving systems: a product-service system approach for mobility as a service**. 2018. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2018.
- ASHLEY, P. A. **Ética e Responsabilidade Social nos Negócios**. São Paulo: Saraiva, 2005.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- B3. **Empresas listadas**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 14 abr. 2024.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1–32, 2002.
- BANERJEE, S. B. Corporate social responsibility: The good, the bad and the ugly. **Critical Sociology**, v. 34, n. 1, p. 51–79, 2008.
- BARNEY, J. B. Resource-based theories of competitive advantage: a ten years retrospective on the resource-based view. **Journal of Management**, v. 27, n. 6, p. 643–650, 2001.
- BECKER, B. **Sustainability assessment: a review of values, concepts and methodological approaches**. Cgspace, 1997.
- BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BOUTEN, L.; ZIJLSTRA, P. ESG practices and corporate financial performance: A review of the evidence and recommendations for future research. **Journal of Business Ethics**, v. 170, n. 3, p. 641–668, 2021.
- BOWEN, H. **Responsabilidades Sociais do Homem de Negócios**. Iowa: University of Iowa Press, 1953.
- BRASIL, H. G. **Avaliação Moderna de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- BRAU, J. C.; FAWCETT, S. E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 1, p. 399–436, 2006.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2016.
- BRUNER, R. F. **Applied Mergers and Acquisitions**. New York: John Wiley & Sons, 2004.
- CARROL, A. B. The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders. **Business Horizons**. V. 34, n.4, p.39-48, 1991.

- CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P. A Theory of the Going-Public Decision. **Review of Financial Studies**, v. 12, n. 2, p. 249–279, 1999.
- CIRILLO, A.; ROMANO, M.; ARDOVINO, O. Does family involvement foster IPO value? Empirical analysis on Italian stock market. **Management Decision**, v. 53, n. 5, p. 1125–1154, 2015.
- COFF, R. W. The coevolution of rent appropriation and capability development. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 7, p. 711–733, 2010.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CROTTY, M. **The foundations of social research: mening and perspective in the research process**. London: Sage, 1998.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- DAVIS, K. The Case for an Against Business of Social Responsibilities. **Academy of Management**, v. 16, p. 312–322, 1973.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? **Journal of Financial Economics**, v. 71, n. 2, p. 205–238, 2004.
- DRUCKER, P. Organizations. **Harvard Business School**, v. 20, n. 7, p. 281–293, 2002.
- ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. **Management Science**, v. 60, n. 11, p. 2835–2857, 2014.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. E. W. Research Findings from the Fama/French Foundation. 2004.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217–248, 2006.
- FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. L.; COLLE, S. de. **Stakeholder Theory: The State of the Art**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
- FREEMAN, R. E. Gestão Estratégica: Uma Teoria das Partes Interessadas. **Journal of Management Studies**, v. 39, n. 1, p. 1–21, 1984.
- FREEMAN, R. E. **Strategic Management: A Stakeholder Approach**. Cambridge: Cambridge University Press, 1984.
- FRIEDMAN, M. A responsabilidade social das empresas é aumentar seus lucros. **The New York Times Magazine**. 1970.
- FRIEDMAN, M. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. **New York Times Magazine**, 1970.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. **Princípios de Administração Financeira**. 14. ed. São Paulo: Pearson, 2017.

- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, p. 99–105, 1959.
- GRAHOVAC, J.; MILLER, D. J. Competitive advantage and performance: the impact of value creation and costliness of imitation. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 1, p. 1192–1212, 2009.
- GRÖNROOS, C. Service management and marketing: customer management in service competition. New Jersey: John Wiley & Sons, 2007.
- GUIMARÃES, N. G. T. et al. Impact of the Register of Seasoned Offerings in the Returns of Shares of the Companies Listed in the Bovespa Segment. **Revista Universo Contábil**, v. 31, p. 45–62, 2013.
- HAIR, J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HAMEL, G.; PRAHALAD, C. K. Strategic intent. **Mckinsey Quarterly**, v. 1, p. 36–61, 1990.
- HART, S. L. A natural-resource-based view of the firm. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 4, p. 986–1014, 1995.
- HILLENBRAND, C.; MONEY, K.; GHOSH, S. Corporate Responsibility and Corporate Reputation: Two Separate Concepts or Two Sides of the Same Coin? **Corporate Reputation Review**, v. 22, n. 4, p. 123–137, 2019.
- IRIGARAY, H. A. R.; STOCKER, F. ESG: novo conceito para velhos problemas. **EBAPE**, v. 20, n. 4, p. 1-4, 2022.
- JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8–21, 2001.
- 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.
- JORION, P. **Value at Risk: the new benchmark for managing financial risk**. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 2007.
- JUNQUEIRA, R. G. P. Agendas sociais: desafio da intersectoriedade na construção do desenvolvimento sustentável. **Revista de Administração Pública**, v. 34, n. 6, p. 117-130, 2000.
- KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **A estratégia em ação: Balanced Scorecard**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.
- KELLER, K. L. **Strategic Brand Management: building, measuring, and managing brand equity**. 3. ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008.
- KOTLER, P.; KELLER, K. L. **Marketing Management**. 14. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2012.
- KRAFT, K.; LANG, J. Profit sharing and training. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 75, p. 940–961, 2013.
- LEPAK, D. P.; SMITH, K. G.; TAYLOR, M. S. Value creation and value capture: a multilevel perspective. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 1, p. 180–197, 2007.
- LOUGHRAN, T.; RITTER, J. R. The New Issues Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 23–51, 1995.

- LOUGHRAN, T.; RITTER, J. Why the IPO underpricing changed over time? **Financial Management**, v. 33, n. 5, p. 3–37, 2004.
- LUCAS, D. J.; MCDONALD, R. L. Equity Issues and Stock Price Dynamics. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 4, p. 1019–1043, 1990.
- LUNKES, R. J. **Manual de Contabilidade Hoteleira**. São Paulo: Atlas, 2000.
- MANRÍQUEZ, S.; GALLEGOS, J.; VALENZUELA, I. Análisis y aplicación de la medición y gestión del valor económico agregado (EVA) a una empresa que cotiza en la bolsa. **Capic Review**, n. 3, p. 1–34, 2005.
- MARTINS, A. A. Avaliação de desempenho empresarial como ferramenta para agregar valor ao negócio. **ConTexto - Contabilidade em Texto**, v. 6, n. 10, p. 1-27, 2006.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.
- MENDONÇA, D. J. **Influência do nível de desenvolvimento econômico e da eficácia do governo no spread bancário**. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2021.
- MIRANDA, L. C.; SILVA, J. D. G. Medição de desempenho. *In*: MIRANDA, L. C.; SILVA, J. D. G. **Controladoria: agregando valor para a empresa**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961.
- 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.
- MUELLER, D. C. A Theory of Conglomerate Mergers. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 27, n. 2, p. 643–657, 1972.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575–592, 1984.
- NORMANN, R.; RAMIREZ, R. Da cadeia de valor a Constelação de valor. **Gestão Estratégica**, p. 53–82, 2005.
- O'BYRNE, S. F. EVA and Market Value. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 1, n. 2, p. 116–125, 1996.
- OLIVEIRA, A. L. **SA 8000: o modelo ISSO-9000 aplicado à Responsabilidade Social**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why Do Companies Go Public? An Analysis of the Underpricing of Initial Public Offerings. **Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 27–64, 1998.
- PESSANHA, G. R. G. *et al.* Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 101–134, 2012.
- PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, v. 84, n. 12, p. 78–92, 2006.
- PORTER, M. **Estratégia Competitiva**. São Paulo: Elsevier, 2004.

- PRADO, J. W. **Determinantes e implicações da estrutura de capital, da estrutura de propriedade e da governança corporativa: um modelo multiteórico de análise.** 2019. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2019.
- PRAHALAD, C. K.; RAMASWAMY, V. Co-creation experiences: the next practice in value creation. **Journal of Interactive Marketing**, v. 18, n. 3, p. 5–14, 2004.
- REDECKER, A. C.; TRINDADE, L. M. Práticas de ESG em Sociedades Anônimas de Capital Aberto: um diálogo entre a função social instituída pela lei 6.404/76 e a Geração de Valor. **PUC/RS**, v. 2, p. 59–125, 2021.
- RITTER, J. R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 3–27, 1991.
- RITTER, J. R.; WELCH, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations. **Journal of Finance**, v. 57, n. 4, p. 1795–1828, 2002.
- REIS, S. P. O gestor financeiro e a tomada de decisão corporativa. **RECIMA21 – Revista Científica Multidisciplinar**, v. 3, n. 1, p. 1-21, 2022.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SACCOL, A. Z. Um retorno ao básico: compreendendo os paradigmas de pesquisa e sua aplicação na pesquisa em administração. **Revista de Administração da UFSM**, v. 2, n. 2, p. 250–269, 2009.
- SAMPAIO, A. Estudos de revisão sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica. **Revista Brasileira de Fisioterapia**, v. 13, n. 25, p. 51–69, 2017.
- SCHWAB, K. **Stakeholder capitalism: a global economy that Works for progress, people and planet.** New Jersey. Wiley, 2021.
- SILVA, A. C. da; CARVALHO, F. de M.; PRADO, J. W. do; VAZ, J. M.; BISPO, O. N. de A. Oferta pública inicial (IPO) e agregação de valor: uma revisão sistemática da literatura. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 18, n. 10, p. 1-24, 2024.
- SILVA, A. C. da; CARVALHO, F. de M. Relação entre práticas ESG e desempenho empresarial: uma revisão sistemática da literatura. **Revista de Gestão e Secretariado**, n. 1, p. 1425-1456, 2024.
- SILVA, J. P. DA. **Análise Financeira das Empresas.** 13. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2017.
- SINK, D. S.; TUTTLE, T. C. **Planning and measuring for performance.** Rio de Janeiro: Quality Mark, 1993.
- SOLOMON, R. **International Monetary System.** New York: Harper & Row, 1977.
- SRIVASTAVA, R. K.; SHERVANI, T. A.; FAHEY, L. Market-based assets and shareholder value: a framework for analysis. **Journal of Marketing**, v. 62, n. 1, p. 2–18, 1998.
- STERN, J. M.; STEWART, G. B.; CHEW, D. H. The EVA Financial Management System. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 8, n. 2, p. 32–46, 1991.
- STEWART, G. B. **The Quest for Value: a guide for senior managers.** New York: HarperBusiness, 1991.

SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A.; WADDOCK, S. Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. **Strategic Management Journal**, v. 31, p. 463–490, 2010.

SHARMA, A. K. Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. **International Journal of Economics and Finance**, v. 2, n. 2, p. 200–220, 2010.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

VOORHEES, C. M.; PEPPER, J. The Role of Corporate Social Responsibility in Service Recovery: Exploring the Impact of Service Recovery Efforts in Light of CSR Initiatives. **Journal of Business Research**, v. 139, p. 100–111, 2022.

WERNKE, R. **Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais**. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

YALÇIN, N.; ÜNLÜ, U. A multi-criteria performance analysis of initial public offering (IPO) firms using critic and vikor methods. **Technological and Economic Development of Economy**, v. 24, n. 2, p. 534–560, 2018.

YOUNG, D. Economic Value Added. **European Management Journal**, v. 15, n. 4, p. 335–343, 1997.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA and Value-Based Management: a practical guide to implementation**. New York: McGraw-Hill, 2001.

ZINGALES, L. Insider Ownership and the Decision to Go Public. **Review of Economics**, v. 62, n. 3, p. 425–448, 1995.

SEGUNDA PARTE

Na segunda parte dessa tese são apresentados os três artigos visando alcançar os objetivos específicos. Assim, a segunda parte está dividida em:

Artigo 1 – Oferta Pública Inicial (IPO) e Agregação de Valor: uma revisão sistemática da literatura). Este, foi publicado na Revista de Gestão Social e Ambiental, conforme menção da nota de rodapé e apresentação das referências.

Artigo 2 - Relação entre práticas ESG e desempenho empresarial: uma revisão sistemática da literatura. Este, foi publicado na Revista de Gestão e Secretariado, conforme menção da nota de rodapé e apresentação das referências.

Artigo 3 - Agregação de valor em Oferta Pública Inicial (IPO) no Brasil, considerando fatores socioambientais ESG. Este, foi encontra-se em processo de avaliação na Revista Enfoque: Reflexão Contábil, conforme menção da nota de rodapé.

ARTIGO 1 – OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) E AGREGAÇÃO DE VALOR: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA¹

RESUMO

Objetivo: O objetivo deste estudo é realizar uma revisão sistemática da literatura sobre Ofertas Públicas Iniciais (IPO) e agregação de valor, identificando os principais artigos e autores que investigam o tema.

Referencial Teórico: O referencial teórico se apoia nas teorias do ciclo de vida, *timing* de mercado e *pecking order*, destacando os benefícios e riscos das IPOs para as empresas, como a captação de recursos e o aumento de valor de mercado.

Método: O método utilizado foi a revisão sistemática, baseada na Web of Science, focando em artigos sobre IPO e criação de valor. Foram seguidas etapas como operacionalização da pesquisa, aplicação de filtros e análise bibliométrica.

Resultados e Discussão: Os resultados indicam um aumento significativo no número de publicações após 2007, com destaque para a obra seminal de Loughran e Ritter. As discussões revelam que a maioria das pesquisas está focada em aspectos de precificação e governança, com poucas investigações sobre a agregação de valor em termos financeiros.

Implicações da Pesquisa: Implicações da pesquisa indicam a necessidade de estudos futuros focados no impacto financeiro das IPOs, especialmente em mercados emergentes.

Originalidade/Valor: A originalidade e valor deste trabalho estão na sistematização de uma vasta literatura sobre IPOs e na identificação de lacunas para pesquisas futuras.

Palavras-chave: Oferta Pública Inicial (IPO), Agregação de valor, Revisão Sistemática, Bibliometria.

INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) AND VALUE AGGREGATION: A SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW

ABSTRACT

Objective: The objective of this study is to conduct a systematic literature review on Initial Public Offerings (IPO) and value aggregation, identifying the key articles and authors who investigate the topic.

Theoretical Framework: The theoretical framework is based on life cycle, market timing, and pecking order theories, highlighting the benefits and risks of IPOs for companies, such as raising capital and increasing market value.

Method: The method used was a systematic review, based on the Web of Science, focusing on articles about IPOs and value creation. Stages such as research operationalization, application of filters, and bibliometric analysis were followed.

Results and Discussions: The results indicate a significant increase in the number of publications after 2007, with emphasis on the seminal work of Loughran and Ritter. The discussions reveal that most research focuses on pricing and governance aspects, with few investigations on financial value aggregation.

Research Implications: The research implications suggest the need for future studies focusing on the financial impact of IPOs, especially in emerging markets.

Originality/Value: The originality and value of this work lie in the systematization of a vast literature on IPOs and the identification of gaps for future research.

¹ Artigo submetido, aceito e publicado ao periódico intitulado Revista de Gestão Social e Ambiental. Este, consta como uma das referências desta tese.

Keywords: Initial Public Offering (IPO), Value Aggregation, Systematic Review, Bibliometrics.

OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) Y AGREGACIÓN DE VALOR: UNA REVISIÓN SISTEMÁTICA DE LA LITERATURA

RESUMEN

Objetivo: El objetivo de este estudio es realizar una revisión sistemática de la literatura sobre Ofertas Públicas Iniciales (IPO) y agregación de valor, identificando los principales artículos y autores que investigan el tema.

Marco Teórico: El marco teórico se basa en las teorías del ciclo de vida, sincronización del mercado y jerarquía financiera (pecking order), destacando los beneficios y riesgos de las IPOs para las empresas, como la captación de recursos y el aumento del valor de mercado.

Método: El método utilizado fue la revisión sistemática, basada en la Web of Science, centrándose en artículos sobre IPO y creación de valor. Se siguieron etapas como la operacionalización de la investigación, aplicación de filtros y análisis bibliométrico.

Resultados y Discusiones: Los resultados indican un aumento significativo en el número de publicaciones después de 2007, con énfasis en la obra seminal de Loughran y Ritter. Las discusiones revelan que la mayoría de las investigaciones se centran en los aspectos de precios y gobernanza, con pocas investigaciones sobre la agregación de valor en términos financieros.

Implicaciones de la Investigación: Las implicaciones de la investigación sugieren la necesidad de estudios futuros centrados en el impacto financiero de las IPOs, especialmente en mercados emergentes.

Originalidad/Valor: La originalidad y el valor de este trabajo residen en la sistematización de una vasta literatura sobre IPOs y la identificación de lagunas para investigaciones futuras.

Palabras clave: Oferta Pública Inicial (IPO), Agregación de Valor, Revisión Sistemática, Bibliometría.

1 INTRODUÇÃO

O ato de negociar ações pela primeira vez em uma bolsa de valores é conhecido como Oferta Pública Inicial, ou IPO (Initial Public Offering). Trata-se de uma virada importante no ciclo de vida da empresa, uma vez que as organizações usam o IPO para captar recursos financeiros. Normalmente o capital levantado é utilizado para crescimento, pagamento de dívidas, pesquisa e desenvolvimento, entre outros (Grover & Bhullar, 2021).

Além dos benefícios financeiros, existem outras razões para que uma empresa faça IPO, tais como o aumento da publicidade, aumento da visibilidade, legitimidade e valor de mercado, por exemplo (Ritter & Welch, 2002). Isso torna a empresa um alvo mais fácil para eventuais compradores, melhorando o preço da aquisição (Zingales, 1995).

Para Guimarães et al. (2013) é necessário que a empresa escolha um *mix* de instrumentos para financiar suas obrigações. Ressaltam ainda que o objetivo final é a maximização do valor da organização. Para Anderson, Beard e Born (1985, p.83), “as ofertas públicas iniciais desempenham um papel importante na alocação de recursos nas economias de

mercado”. Dentro dessa mesma linha de raciocínio, Yalçin e Ünlü (2018) corroboram sobre a existência de inúmeros benefícios para uma empresa abrir o capital. Para estes autores, uma das maiores vantagens seria o prestígio de ter suas ações negociadas em bolsa – uma empresa de capital aberto teria acesso direto ao mercado de capitais. Ademais, empresas de capital aberto geralmente são mais prestigiadas do que aquelas não negociadas em bolsa.

Justifica-se este estudo considerando que o mercado de ações está em desenvolvimento, como se percebe no número de empresas listadas na bolsa do Brasil (B3) nos últimos anos. Por exemplo, somente no ano de 2024 foram listadas até o momento, agosto, 44 empresas na bolsa de valores (B3, 2024). Esta tendência tem se mantido de 2020 para cá. No ano de 2023 este número foi de 135 empresas. Em 2022 foram 117 empresas listadas. Em 2021 houve um recorde, com 163 empresas. Curiosamente, o mundo vivia sob a pandemia da COVID-19 naquele ano, o que não desestimulou as ofertas públicas iniciais. Em 2020 foram 69 empresas listadas. Na década passada, o número de empresas listadas não passavam de 20 ao ano. Denota-se, portanto, um crescimento pelo interesse nos IPO’s.

Outra consideração interessante em relação ao mercado de ações refere-se ao número de pessoas físicas que estão investindo na bolsa brasileira. Embora o cenário econômico do país esteja favorecendo as aplicações em renda fixa devido o patamar elevado da taxa SELIC, mesmo assim, o números de investidores em renda variável cresceram 23% nos últimos 12 meses. Desde 2020 a base de investidores já cresceu mais de 80%, o que representa mais de 6 milhões de pessoas (B3, 2024).

Considerando o explanado, é importante a realização de estudos que possam contribuir com o conhecimento no que tange aos impactos da agregação de valor em relação às Ofertas Públicas Iniciais para as organizações. Nesse sentido, este trabalho tem como objetivo levantar como se encontra o estado da arte das pesquisas sobre IPO’s e agregação de valor, por meio de uma revisão sistemática nos artigos que pesquisaram o tema Agregação de Valor em operações de IPO’s, disponíveis na base *Web of Science*, de modo a identificar e analisar aqueles mais significantes publicados em inglês. Acredita-se que o presente trabalho é importante, pois proporciona novos estudos sobre agregação de valor em IPO’s e pode ajudar nas tomadas de decisões por parte de investidores e gestores.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E ESTUDOS ANTERIORES

A dinâmica de abertura de capital é conhecida como *Initial Public Offerings* (IPO), ou oferta pública inicial (Brigham & Erhardt, 2016). Os autores elencam seis vantagens na

abertura de capital, a saber: aumenta a liquidez e permite que seus fundadores colham seus frutos; permite a diversificação por parte dos fundadores; facilita a captação de recursos adicionais para a empresa; estabelece um valor para a empresa; facilita negociações de fusões e aumenta mercados potenciais. Por outro lado, operar em um mercado público apresenta uma série de desvantagens e riscos. Brigham e Erhardt (2016) apresentam cinco desvantagens associadas com a abertura de capital, tais como: custo de divulgação das informações; divulgação; risco de ter baixa liquidez e o baixo preço; manutenção do controle e dispêndios com relações com investidores. Cabe destacar alguns motivos que levam as empresas a abrirem o capital: a teoria do Ciclo de Vida, *Market Timing* e *Pecking Order*.

No que concerne à teoria do ciclo de vida, em algum momento de seu ciclo de crescimento, as empresas vão abrir o capital (Yalçın & Ünlü, 2018). Este pensamento é endossado por Steffen e Zanini (2012). Ao realizar um IPO, uma empresa pulveriza o capital entre muitos acionistas, mantendo assim o controle da empresa, considerando que esses acionistas não transitam pela empresa, de modo que não coloca em risco informações confidenciais da organização (Steffen & Zanini, 2012).

Uma segunda teoria para explicar razões para abrir o capital é conhecida como *Market Timing*, ou “janelas de oportunidade” (Steffen & Zanini, 2012). As empresas aguardam o melhor momento para realizar o IPO. Um terceiro motivo para realizar o IPO está relacionado com a teoria do *Pecking Order*, que seria a hierarquia na captação de recursos. Após a fase de utilização de recursos próprios e de empréstimos convencionais, a empresa abre o capital, conforme aponta Myers (1984).

A maximização da riqueza tem sido um alvo perseguido por gestores há muito tempo. Entretanto, tão importante quanto maximizar o benefício e o patrimônio dos acionistas, deve haver a criação de valor. Para medir a criação de valor do ponto de vista econômico-financeiro, as empresas costumam usar diversas ferramentas e indicadores, tais como o Valor Econômico Adicionado (EVA - *Economic Value Added*), o Fluxo de Caixa Livre (FCF - *Free Cash Flow*), o Valor Presente Líquido (VPL - *Net Present Value, NPV*), a Taxa Interna de Retorno (TIR - *Internal Rate of Return, IRR*), o Retorno sobre o Investimento (ROI - *Return on Investment*), entre outros (Leite & Silva, 2018; Yalçın & Ünlü, 2018).

Essas ferramentas ajudam as empresas a avaliar e gerenciar a criação de valor, focando tanto na eficiência operacional quanto na tomada de decisões estratégicas sobre investimentos e alocação de recursos. A criação de valor está intimamente ligada ao processo de IPO porque, ao abrir o capital, a empresa busca demonstrar aos investidores que possui um modelo de negócios capaz de gerar retornos superiores ao custo do capital investido (Backers, 2001).

Ao se fazer uma análise das revisões de 2024 sobre a temática IPO, detectou-se assuntos variados como objeto de estudo dos pesquisadores. Temas como os fatores que influenciam os preços das ações foram bastante pesquisados, bem como a influência que alguns grupos exercem sobre os resultados dos IPOs. A Figura 5 sintetiza estes trabalhos.

Figura 5

Síntese das Revisões Sobre IPO – Web Of Science

Fatores que influenciam na precificação no IPO	<ul style="list-style-type: none"> • Edwards e Hutchens ; Zeng, Liu e Chan ; Li et al; Saravanan, Sheree e Firoz; Kim et al.; Palkar; Chen e Meng; Cumming et al.; Chang et al.; Jamaani, Alidarous e Alharasis; Bennouri, Falconieri e Weaver; Choi et al.; Massel, Park e Reichelt.; Wu e Bu; Dong et al; Bian et al.
Impactos da legislação chinesa nos IPOs	<ul style="list-style-type: none"> • Xia et al.; Wanbin, Liu e Tao; Wu, Zhang e WU ; Tang e Luo ; Deng et al.; Ritter e Shao.
Retorno e desempenho dos IPOs	<ul style="list-style-type: none"> • Garg, Ghanshala e Sharma; Ahmed, Fathy e Samak; Boulton e Ellram; Rossovski et al.; Bhullar, Grover e Tiwari; Xia et al.; Mousa e Gallagher; Deloof e Paeleman.
Responsabilidade Social e ESG	<ul style="list-style-type: none"> • Li et al.; Kim, Ko e Choi; Wang e Xu; Abbas, Ahmad e Lumpur.
Influências dos conselhos, advogados, subscritores e investidores	<ul style="list-style-type: none"> • Bhurjee e Ramanna; Al Massud e Uluyol; Rau, Sandvik e Vermaelen; Jamaani e Alidarous; Pratobevera; Wu et al.; Xu, Zhang e Chan; He et al; Datta, Gruskinb e Iskandar-Datta; Li et al; Song; Al Massud e Uluyol; Rau, Sandvik e Vermaelen
Assimetria de Informação, Divulgação e outros assuntos	<ul style="list-style-type: none"> • Chatterjee, Bhattacharjee e Chakraborty; Cornaggia et al.; Helbing e Lucey; Xia et al.; Meng et al.; Wadhwa e Sahoo; Kaufmann, Kolaric e Walter; Helbing e Lucey.

Fonte: Dados da pesquisa.

No tocante às revisões sobre agregação ou criação de valor indexados na WOS, detectou-se que os autores têm tratado o assunto sobretudo sob a ótica mercadológica e de gestão empresarial, sendo que pouco se referem à agregação de valor em termos financeiros. A Tabela 1 traz uma síntese dos trabalhos publicados nos últimos anos.

Tabela 1*Síntese das Revisões Sobre Criação de Valor – Web Of Science*

Autores (ano)	Temática
Nitescu, Mugu e Bunea (2024); Kim, Jeong e Hyun (2023) Troch et al. (2022); Szukits (2022); Da Silva e da Silva (2022)	Revisam questões ligadas à logística, à inovação e também ao uso de tecnologias da informação como fatores de criação de valor
Van Overbeek et al.(2024); Meira et al. (2023); Dong e Sha (2023); Levandivskyi et al. (2022)	Investigam questões relacionadas a sustentabilidade como forma de agregar valor para as empresas.
Amos, Boakye-Agyeman (2023); Cabana e Gonzalez (2022)	Estudam maneiras de agregar valor por meio de redução de custos, produtividade, desempenho organizacional e desempenho financeiro
Rixom, Jackson e Rixom (2023); Ndreca e Dibra (2023); Amerongen et al. (2022); Medrano-Adan e Sala-Fumas (2022)	Pesquisam a influência dos conselhos de administração, a governança corporativa, auditoria e colaboradores no processo de agregação de valor.

Fonte: Dados da pesquisa.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo de pesquisa

Uma revisão sistemática da literatura é, segundo Fernandes, Cardoso e Capaverde (2016) uma maneira de identificar, interpretar e avaliar e os trabalhos existentes, importantes a um fenômeno de interesse, tópico ou questão de pesquisa. A revisão bibliográfica sistemática ajuda os pesquisadores elaborarem síntese de conhecimento sobre algo já pesquisado Biolchini e Travassos (2007). Neste trabalho segue-se o modelo proposto por Prado et al. (2015), onde os objetivos da revisão bibliográfica sistemática englobam verificar: (1) quais são os artigos clássicos sobre o tema; (2) quais são os autores e trabalhos mais citados; (3) quais são os estudos mais relevantes sobre IPO's, concomitante à agregação de valor; (4) como o conhecimento sobre o tema tem sido desenvolvido ao longo do tempo. Com o intuito de direcionar oportunidades para pesquisas futuras, visa-se também neste trabalho estudar aquilo que foi pouco pesquisado ou que ainda não o tenha sido.

Este trabalho se trata de uma revisão sistemática, que segundo Sampaio e Mancini (2007) é uma forma de pesquisa que utiliza a literatura como fonte de dados. Aqui não são utilizados nenhum tipo de teste de hipótese, uma vez que em um estudo de revisão de literatura, como este, pode ser dispensado esse rigor de testar os resultados. O objetivo é aprofundar em questões que possam contribuir para trazer mais esclarecimentos sobre o assunto pesquisado (Bispo et al., 2017). As revisões sistemáticas são úteis porque integram um conjunto de

informações de estudos que foram realizados separadamente sobre determinado tema, que podem ser conflitantes ou não e também ajudam a identificar aqueles temas que carecem de mais estudos (Sampaio & Mancini, 2007). Será utilizado o método bibliométrico, que é uma técnica quantitativa de disseminação do conteúdo científico através da medição dos índices de produção e utiliza a estatística como ferramenta (Araújo, 2006).

O objeto deste estudo foram artigos que estudam a temática de agregação de valor em empresas que abrem o capital em bolsa de valores, ou seja, que realizaram a oferta pública inicial (IPO). Trata-se de uma amostragem que envolveu o método intencional.

3.2 Técnicas de coleta e análise de dados

Para a técnica de coleta e análise de dados deste estudo, será seguido o protocolo de pesquisa proposto por Prado et al. (2015). Acompanhando a metodologia dos autores, cinco etapas foram seguidas para se fazer o *framework* da pesquisa, conforme mostrado na Figura 6. Para uma análise bibliométrica, cinco etapas foram utilizadas, iniciando pela (1) operacionalização da pesquisa; depois (2) elucidação dos procedimentos de busca, onde são utilizados filtros; (3) a seguir tem-se os procedimentos de seleção do banco de dados; adiante encontra-se (4) a adequação e organização dos dados e, por fim, tem-se a (5) análise da frente de pesquisa. Cada uma dessas etapas, bem como seus procedimentos e descrição serão tratados com mais detalhes no decorrer do trabalho.

Figura 6

Framework da Pesquisa

Etapas	Procedimento	Descrição
1 Operacionalização da Pesquisa	1.1	Escolha da base científica
	1.2	Delimitação dos termos que representam o campo
	1.3	Delimitação de outros termos para apurar os resultados
2 Procedimentos de Busca Filtros	2.1	Definição dos termos de busca para localizar as referências, no título e no tópico.
	2.2	Definição dos operadores Booleanos para busca avançada
	2.3	Definição de outros filtros para refinamento
3 Procedimentos de Seleção do banco de dados	3.1	Download das referências para o software <i>Mendeley</i>
	3.2	Download das referências em formato planilha eletrônica
	3.3	Download das referências para utilização nos softwares Bibliométricos
	3.4	Organização das referências no <i>Mendeley</i>
	3.5	Organização das matrizes de análise em planilha eletrônica
	3.6	Importação dos dados para análise nos softwares Bibliométricos
4 Procedimentos de Adequação e	4.1	Eliminação dos artigos duplicados no banco de dados
	4.2	Eliminação de artigos por meio de leitura flutuante

Organização dos dados	4.3	Eliminação por meio da polissemia de termos
	4.4	Busca de artigos completos em .pdf no <i>Mendeley</i>
5 Análise da Frente de Pesquisa (Research Front)	5.1	Análise do volume das publicações e tendências temporais
	5.2	Análise das referências e artigos mais citados
	5.3	Análise dos periódicos da amostra
	5.4	Análise da autoria e coautoria
	5.5	Análise das Universidades mais influentes
	5.6	Análise do país de origem
6 Análise da Base Intelectual (Intellectual base)	5.7	Análise das palavras chaves
	6.1	Análise da rede de cocitações dos artigos mais citados
7 Agenda de Estudos Futuros	7.1	Apresentação dos principais tópicos para estudos futuros
	7.2	Discussão das possibilidades dentro da temática

Fonte: Prado et. al. (2016).

A **Etapa 1** apresenta, especificamente, os passos realizados na operacionalização da pesquisa sistemática de revisão bibliográfica. Para a realização deste trabalho, atendendo ao procedimento 1.1, optou-se apenas pela escolha da base científica da *Web of Science (WoS)*, que pertence à *Clarivate Analytics*. A base foi eleita dado a sua transmissão de confiabilidade, afinal possui trabalhos indexados desde 1945 e é uma das principais bases no cenário internacional. Além de somar milhares de trabalhos indexados, a *WoS* fornece metadados necessários às análises sistemáticas, tais como lista de autores, número de citações, áreas de estudo, dentre outros importantes nas diversas modalidades de publicação. Em relação ao procedimento 1.2, foi delimitado como termos principais que representam o campo da agregação de valor em oferta pública inicial, as expressões “*Initial Public Offerings*” e “*value added*”. Entretanto, conforme preconiza o procedimento 1.3, outros termos são utilizados para ampliar a base de pesquisa, tais como: “*IPO*” e “*returns*”.

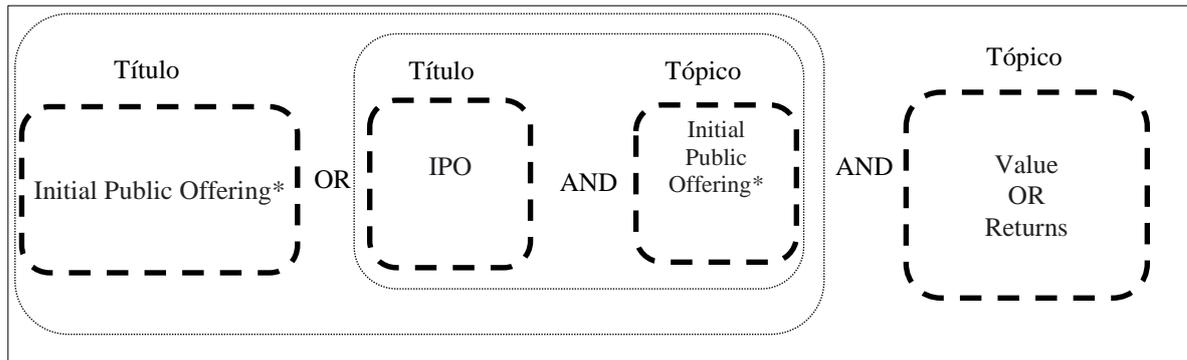
A **Etapa 2** apresenta os procedimentos de busca, bem como os filtros aplicados. De modo a atender ao procedimento 2.1, optou-se por definir como expressão de busca no título (TI) inicialmente a frase “*Initial Public Offering**” e também “*IPO*”. No corpo do texto, ou seja, no tópico (TS), utilizou-se as seguintes expressões: “*Initial Public Offering**”, “*value*” e “*returns*”. Após a palavra *Offering* foi acrescentado o asterisco (*) de modo que a busca alcançasse todos os possíveis sufixos da palavra, inclusive o plural. No que tange ao procedimento 2.2, foi inserido no TI o operador Booleano “OR”, entre as expressões “*Initial Public Offering**” e “*IPO*”. Justifica-se a utilização da sigla, pois muitas vezes a oferta pública inicial é tratada apenas como “*IPO*”. Para conectar o título ao tópico foi inserido o “AND”, justamente para fazer a ligação entre ambos. Em relação ao tópico, foi utilizado o operador Booleano “OR” entre as palavras e expressões utilizadas.

((TI=("Initial Public Offering*")) OR (TI=(IPO) AND TS=("Initial Public Offering*"))) AND TS=(value OR returns)

A Figura 7 apresenta as estratégias de busca na *Web of Science*.

Figura 7

Estratégias de busca na *Web of Science*



Fonte: Dados da pesquisa.

Para o procedimento 2.3 foram aplicados alguns filtros de refinamento. Inicialmente, pesquisou-se em toda a base da *WoS*. Neste caso foram encontradas 675 obras de todas as categorias. Aplicando o primeiro filtro, considerou-se apenas os artigos científicos (*article* e *review*), a busca retornou com 633 trabalhos. O segundo filtro eliminou as áreas do conhecimento não ligadas a administração, economia e finanças, tais como Direito, Estudos Urbanos, Ética, Comunicação, História, Psicologia, dentre outros. Neste caso, o resultado da busca foi diminuído para 598 trabalhos. Foram considerados trabalhos em qualquer data e em qualquer idioma. Ressalta-se que a busca foi realizada na língua inglesa.

Dando continuidade aos procedimentos de busca, tem-se os critérios de seleção do banco de dados. Em relação ao procedimento 3.1, optou-se por fazer o *download* das referências para o *Software Mendeley*. Para o tópico 3.2 foram baixadas as referências em formato de planilha eletrônica para o *Excel*, para usá-las futuramente nos softwares bibliográficos, atendendo assim ao procedimento 3.3. Destaca-se ainda que as referências foram organizadas de tal maneira para serem utilizadas no gerenciar *Mendeley*, conforme preconiza o procedimento 3.4. Para atender ao procedimento 3.5, no *Excel* foram organizadas matrizes, para análise em planilha eletrônica. Por fim, atendendo ao procedimento 3.6, foram importados os dados para serem analisados nos softwares Bibliométricos, ou seja, *CitNetExplorer*, *VOSwier* e *Bibliometrix*.

Partindo para a **Etapa 4** tem-se os procedimentos de adequação e organização dos dados. No caso, não houve trabalhos duplicados, permanecendo a amostra com 598 artigos.

Na **Etapa 5** deste *framework* tem-se a análise da frente de pesquisa (*Research Front*). Os dados foram analisados e geridos através dos softwares *Microsoft Excel e Mendeley*.

Na **Etapa 6** tem-se a agenda de estudos futuros, baseada em Filser (2017), onde são apresentados os principais tópicos de estudos futuros, bem como a discussão das possibilidades dentro da temática.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

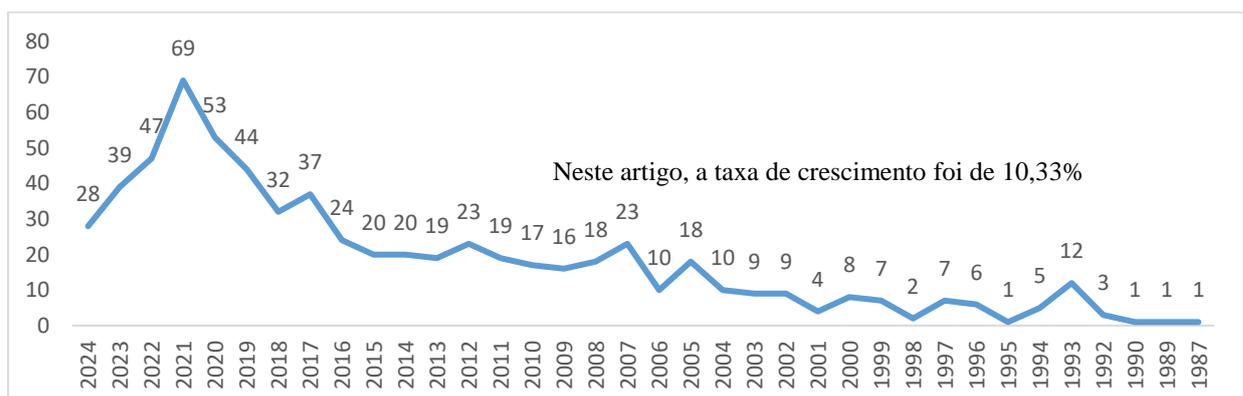
4.1 Análise da frente de pesquisa (*Research Front*)

4.1.1 Análise do volume das publicações e tendências temporais

Ao iniciar a análise percebe-se que a primeira publicação que aparece na amostra sobre o tema IPO é datado de 1987, através da obra de Miller e Reilly (*An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings*). Ao longo da década de 1990 ocorreu uma média de 7 publicações ao ano. Após a virada do milênio o assunto IPO começou a criar força, e a média começou a aumentar, sendo que no ano 2007 as publicações ultrapassaram a casa de 20 publicações anuais. Essa tendência se manteve nos anos seguintes. A partir de 2017 houve um salto vertiginoso no número de publicações sobre a temática IPO, alcançando números superiores a 30 anuais. Curiosamente, no período da pandemia da COVID-19, teve-se os maiores números de artigos publicados, sendo que em 2021 teve-se o pico de 69 obras. Após a pandemia, as publicações diminuíram. Até este momento, agosto de 2024, tem-se 28 obras indexadas à WOS. A Figura 8 apresenta essa evolução nas publicações.

Figura 8

Quantidade de publicações por ano



Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.2 Análise das referências e artigos mais citados

A Tabela 2 traz os 10 artigos mais bem pontuados, considerando o número de citações e também suas médias de citação anual, dentre os 598 artigos analisados na amostra. Em primeiro lugar na lista, tem-se o trabalho intitulado “*Why has IPO underpricing changed over time?*” de Loughran e Ritter. Destaca-se que a obra mais bem posicionada (1136 citações) é datada de 2004. Neste artigo os autores tratam das questões relacionadas as mudanças nos retornos proporcionados pelos IPO’s ao longo dos anos. Pode-se inferir que se trata de uma obra seminal na área de IPO, uma vez que além dessa média de citações anuais, também é a obra mais citada na base de dados da *WoS* (Loughran & Ritter, 2004).

Merece destaque também o trabalho publicado seis anos antes, “*Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*”, (Teoh; Welch; Wong, 1998). Para os autores, os emissores de ofertas públicas iniciais (IPOs) podem relatar lucros que excedem os fluxos de caixa, fazendo provisões positivas. O artigo fornece evidências de que os emissores com acumulações excepcionalmente altos no ano do IPO e experimentam um desempenho de retorno de ações insatisfatório nos três anos seguintes. Tal obra também ultrapassa mil citações.

Na terceira posição, tem-se o artigo “*Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success*” (Gulati & Higgins, 2003). O artigo investiga o valor contingente da interorganização de relacionamentos no momento da oferta pública inicial de uma jovem empresa (IPO). Os autores comparam o valor de sinalização para empresas jovens de ter laços com dois tipos de parcerias interorganizacionais: relações de endosso como aqueles com empresas de capital de risco e bancos de investimento, e parcerias de aliança estratégica. Rompendo também o patamar de mais de 500 citações, tem-se o trabalho de Brav e Gompers, “*Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies*” (Brav & Gompers, 1997). O artigo investiga o baixo desempenho de longo prazo do público de IPO. Os demais trabalhos listados na tabela apresentam menos de 500 citações.

Tabela 2

Artigos Mais Citados Com Média De Citações – Web Of Science

Artigo	Autor (ano)	Citação	Média
Why has IPO underpricing changed over time?	Loughran e Ritter (2004)	1136	54,1
Earnings management and the long-run market performance of	Teoh, Welch e Wong	1009	37,37

initial public offerings	(1998)		
Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success	Gulati e Higgins (2003)	581	26,41
Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies	Brav e Gompers (1997)	561	20,04
The Underpricing of Initial Offerings and the partial adjustment phenomenon	Hanley, KW (1993)	423	13,22
IPO pricing in the dot-com bubble	Ljungqvist, Wihelm (2003)	395	17,95
Corporate Governance and Investors perceptions of Foreign IPO Value: An Institutional Perspective	Bell, Greg, Igor e Ruth (2014)	303	27,55
The Pricing of Initial Public Offerings – test of adverse-selection and signaling theories	Michaely e Shaw (1994)	298	9,61
The determinants of board structure at the initial public offering	Baker e Gompers (2003)	293	13,32
The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering	Nelson, T. (2003)	293	13,32

Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.3 Análise dos periódicos da amostra

Por meio de 217 periódicos diferentes, tem-se os artigos utilizados nesta amostra. Como aponta a Figura 9, merecem destaque os periódicos que apresentaram mais de 10 publicações. O *Journal of Corporate Finance* foi o que mais publicou, apresentando 36 registros. Em segundo lugar aparece o *Journal of Banking Finance*, que teve 33 registros. Somando 25 publicações tem-se *Financial Management*, seguido pelo *Journal of Financial Economics*, que tem 22 publicações. O *Journal of Finance*, publicou 21 trabalhos sobre IPO. Os periódicos citados são norte-americanos. Os demais, tiveram menos de 20 registros, segundo a amostra.

Figura 9

Periódicos que mais publicaram



Fonte: Dados da pesquisa.

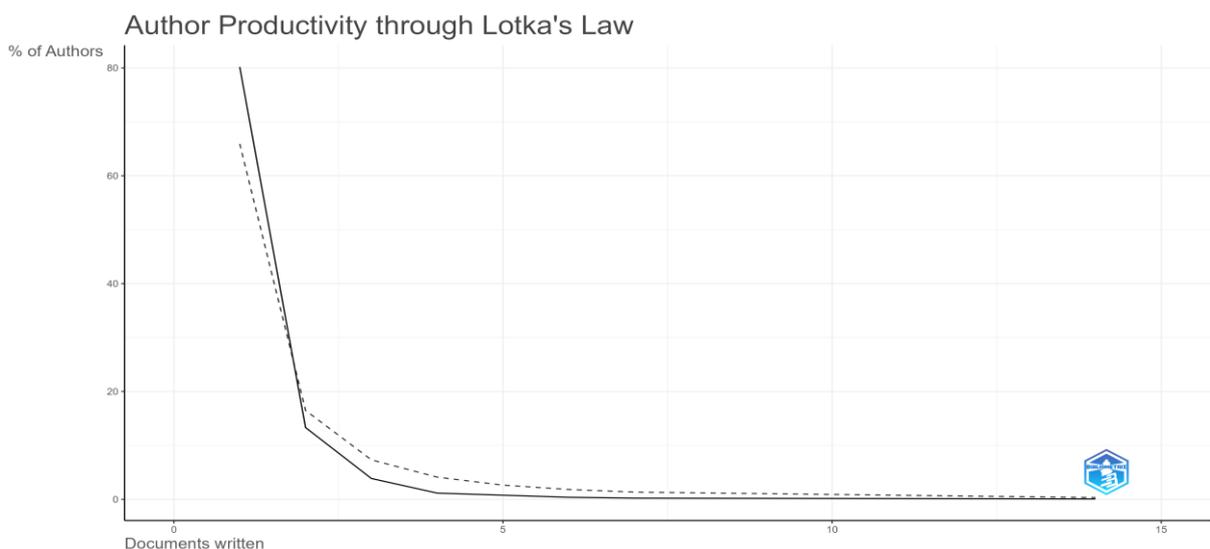
4.1.4 Análise da autoria e coautoria (autores)

Estudando sobre a temática IPO, 1.170 autores publicaram trabalhos que compõem esta amostra, de acordo com a *WoS*. A autora que contém mais trabalhos é Mohd-Rashid R, que escreveu 14 artigos sobre IPO. Em segundo lugar na lista encontram-se, com 7 obras cada, Boulton, Chan e Vismara. Na sequência, com 6 obras cada tem-se os autores Aggarwal, Chahine, Filatotchev, Mehmood e Ong. Os demais autores da amostra possuem 5 ou menos obras publicadas.

Ao se analisar a Figura 10 comprova-se o pressuposto da Lei de Lotka que afirma existir poucos autores produtivos e muitos pesquisadores com poucas obras. Infere-se, portanto, que o campo é disperso, contendo muitos autores esporádicos ou entrantes.

Figura 10

Lei de Lotka



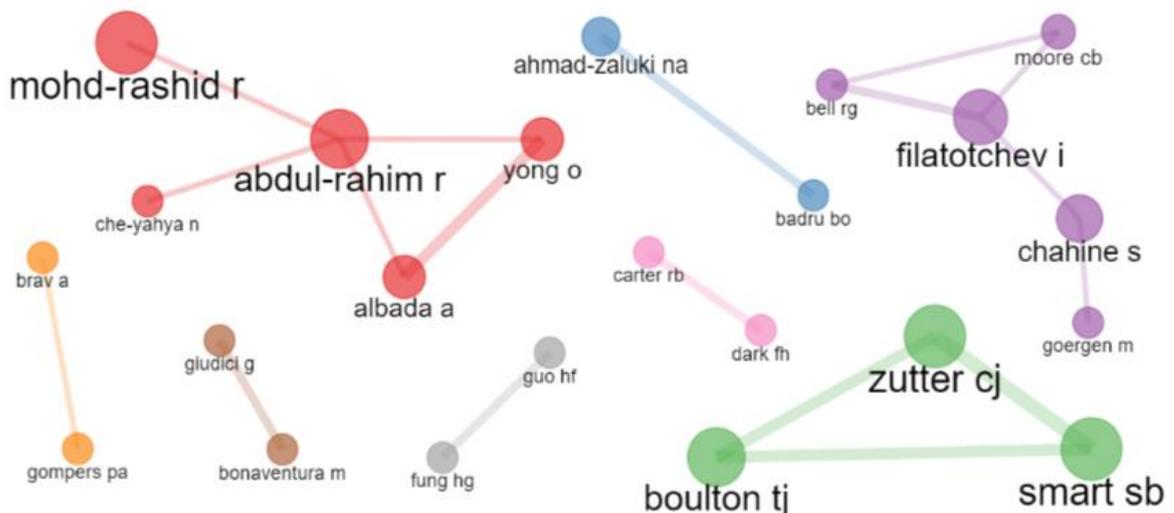
Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando a rede de citação, ao observar a Figura 11, percebe-se a formação de alguns *clusters* entre os autores presentes na amostra. Nessa rede pode-se destacar três *clusters* em particular: o primeiro é ligado a Mohd-Rashid, exatamente a autora com mais publicações. Conectado a essa autora tem-se pesquisadores como Abdul-Rahim, Albada, Yong e Che-yahya. Mohd-Rashid é professora associada da Universiti Utara Malaysia e os demais pesquisadores também são ligados a universidades da Malásia. Num segundo *cluster* destaca-se uma rede formada por autores norte-americanos. Thomas Boulton é vinculado à Miami University. Já Scott Smart é professor na Indiana University e Chad Zutter é docente na University of

Pittsburgh. Como um terceiro *cluster* importante destacado na figura, tem autores ligados a Filatotchev I, tais como Chahine S, Moore CB, Bell RG e Goergen M. O professor Igor Filatotchev é vinculado ao *King's College London*. Já Salim Chahine pertence a *American University of Beirut*, no Líbano. Marc Goergen é vinculado a *IE University*, de Madrid, na Espanha. Curt Moore é ligado a *Oklahoma State University*, nos EUA. E, fechando a rede, tem-se R. Greg Bell, professor associado da *University of Dallas*, também nos EUA. Esta terceira rede se mostra bastante interessante, uma vez que contém autores de diversos continentes, como América do Norte, Europa e Oriente Médio.

Figura 11

Rede de coautoria dos artigos da frente de pesquisa



Nota: Rede do Bibliometrix.

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

4.1.5 Análise das universidades mais influentes

Analisar as redes de universidades que trabalham com uma dada temática também é um recurso interessante para mapear o campo. Na amostra foram identificadas 708 universidades que publicaram sobre a temática IPO.

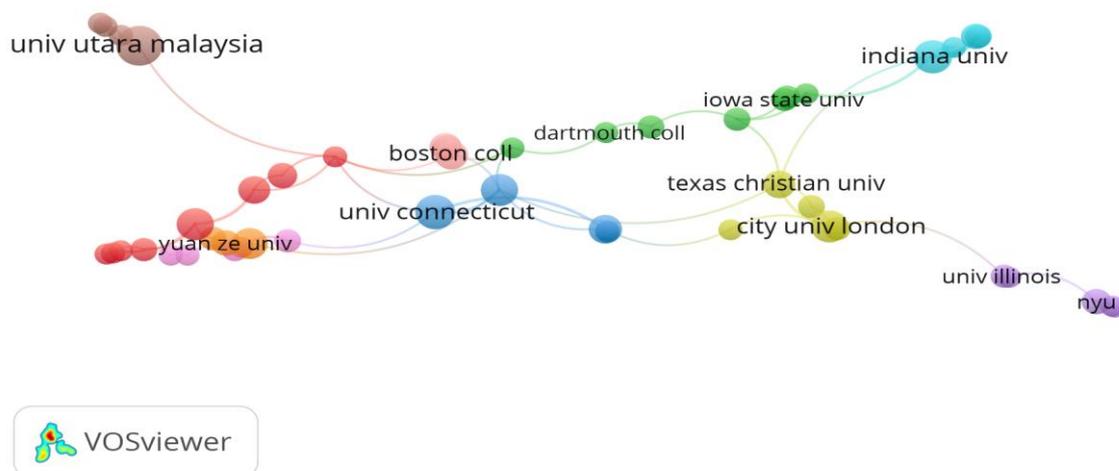
A universidade que mais destaca-se a é a *Universiti Utara Malaysia*, com 17 trabalhos indexados. Em tal universidade está lotada a autora Mohd-Rashid que produziu 14 trabalhos. Com 13 trabalhos publicados, aparece, em segundo lugar, a *University of Connecticut* e logo a seguir, com 12 trabalhos, a *Indiana University System*, ambas dos Estados Unidos da América. Na quarta posição aparecem três instituições, cada uma com 11 publicações, a saber: *City University of London*, da Inglaterra, a *Hong Kong Polytechnic Universty*, de Hong Kong e a e

University of Colorado System, dos EUA. Com 10 obras publicadas na WOS, tem-se a *Natal Taiwan University*, de Taiwan. As demais instituições que aparecem na rede possuem menos de dez publicações.

Percebe-se, portanto, que entre as 10 universidades que possuem mais publicações na área, há uma supremacia dos EUA, representado por 7 instituições. A Ásia vem na sequência com duas universidades e a Europa com apenas uma. Importante destacar o interesse dos asiáticos na temática. A Figura 12 demonstra a rede de coautoria de organizações.

Figura 12

Rede de coautoria de organizações (Universidades)



Fonte: Dados da pesquisa.

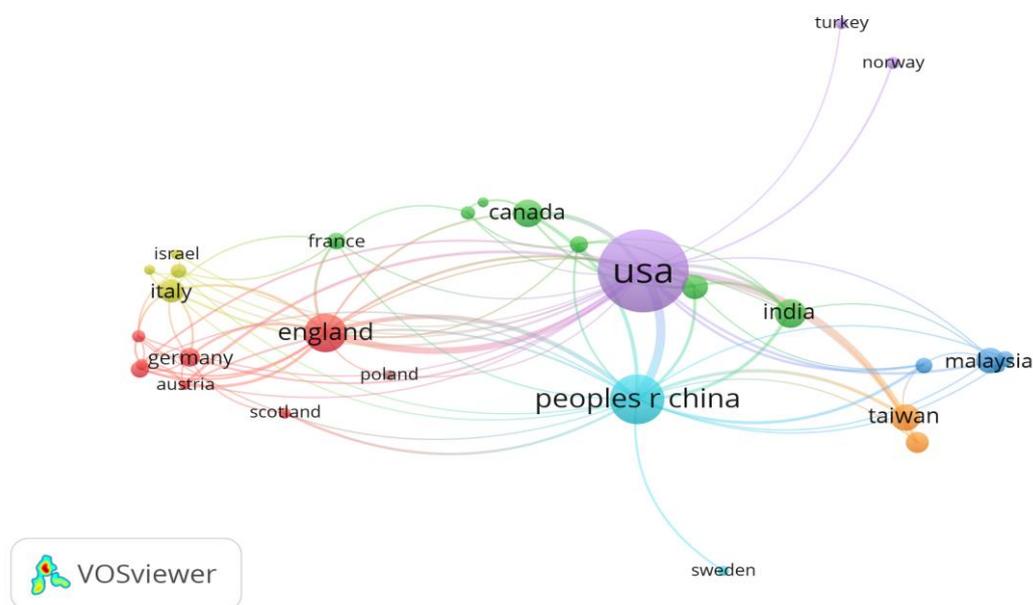
4.1.6 Análise do país de origem

Outro ponto relevante a ser analisado para mapear o campo temático refere-se ao país de origem. Neste sentido, os Estados Unidos mostram a supremacia com 293 registros, o que representa 42,61 % da amostra. Ou seja, quase a metade de todos os trabalhos relativos ao tema foram publicados por autores americanos. A China aparece em segundo lugar 108 registros, representando 17,68%. A Inglaterra representou 8,55% das publicações, com 63 registros e encontra-se na terceira posição. Vale destacar também a presença da Índia em quarto lugar, que com 35 publicações representa 5,8 % dos trabalhos. Para fechar os 10 primeiros países, tem-se na sequência Canadá, Taiwan, Malásia, Austrália, Itália e Coréia do Sul.

Através da rede de coautoria entre países, apresentada na Figura 13, denota-se a força publicitária dos EUA em relação à temática IPO. Pela análise da rede, percebe-se uma interligação do país norte americano com quase todos os demais países da amostra. A China também possui uma grande representatividade na temática. Inglaterra, Itália, Índia, Malásia, Taiwan e Canadá também possuem fortes relações ligadas em rede.

Figura 13

Rede entre países



Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.7 Análise das palavras-chaves

A observância das palavras-chaves utilizadas pelos autores também é importante para compreender melhor o campo temático. Na amostra surgiram 1387 palavras-chaves diferentes. Considerando a ocorrência mínima de pelo menos 5 palavras-chaves, as que mais surgiram foram “*initial public offerings*”, com 290 registros. “*Market*” foi a segunda palavra mais utilizada, com 183 aparições. Na terceira posição aparece “*returns*”, com 168 observações. “*Performance*” vem logo a seguir, com 151 citações. Em quinto lugar surge “*issues*”, com 134 registros. Fechando as palavras com mais de 100 observações tem “*information*”, com 130 aparições. As demais palavras sugeridas pelos autores possuem menos de 100 registros. A Figura 14 traz a nuvem de palavras-chaves.

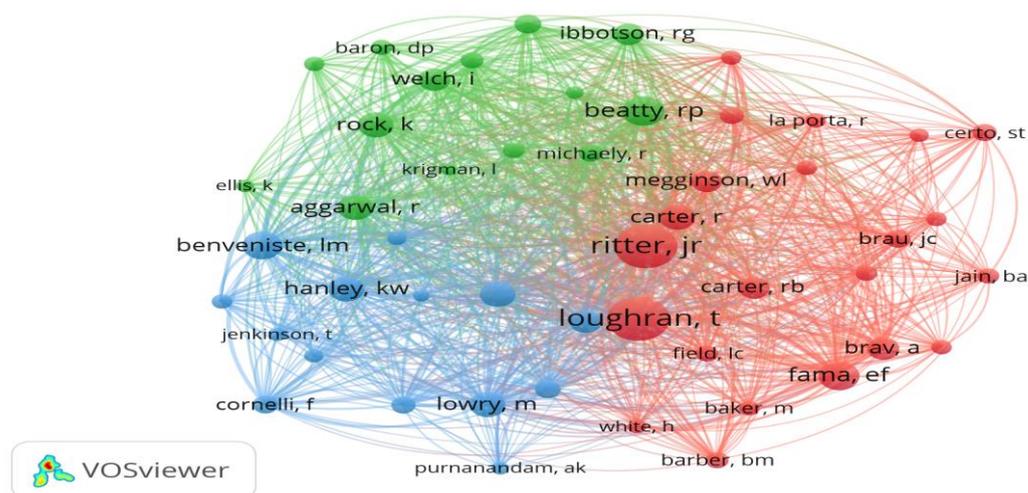
de capitalistas de risco em ofertas públicas iniciais, de modo a reduzir riscos e proporcionar maiores retornos. Fazem parte ainda do *cluster* autores como Boulton, Fama, Baker, Field, Brav, Gompers, entre outros.

Na cor azul tem-se o *cluster 2*, ligado a Benveniste, que investigou como os banqueiros de investimento usam indicações de interesse de seus investidores clientes para precificar e alocar novas emissões. A obra de Hanley também trata de precificação de ações. Leland trata das assimetrias de informações, o que reflete em preços de ações. Portanto, mesmo com abordagens diferentes, o *cluster* está ligado ao preço de ações. Presente neste cluster encontram-se ainda Lowry, Sherman, Cornelli, Jenkinson e tem ainda Loughran, presente também no *cluster 1*.

O *cluster 3*, destacado na cor verde, está ligado a autores como Welch, Beatty, Rock, Aggarwal, Ibbotson, entre outros. Welch, por exemplo, apresentou um modelo de sinalização no qual empresas de alta qualidade baixam o preço no IPO. Já Beatty, em parceria com Ritter estudaram a relação do *underpricing* com a incerteza de investidores. Allen, também tratou da subvalorização do preço de ações. De uma maneira geral, os pesquisadores investigam o desempenho inferior de longo prazo das empresas que fizeram IPO.

Figura 15

Rede de Cocitações dos artigos mais citados



Fonte: Dados da pesquisa.

4.3 Agenda de estudos futuros

Os artigos publicados em 2024 foram escolhidos para avaliar as tendências de pesquisas futuras, considerando as lacunas da literatura. Imagina-se que por se tratar de obras recentes,

provavelmente as propostas de pesquisas ainda não foram estudadas, motivo pelo qual se delimitou 2024 como referência. As 33 obras publicadas até o momento, agosto de 2024, foram mapeadas e analisadas, conforme Figura 16.

Baseado em Filser (2017), dividiu-se as lacunas da literatura em 17 tópicos (ilustradas como caixas retangulares pequenas), considerando suas semelhanças de propostas. Posteriormente, os tópicos foram resumidos em 5 tendências principais (ilustradas como grandes caixas), a saber: (1) questões ligadas a criação de valor e desempenho do IPO; (2) questões ligadas aos preços de ações; (3) questões ligadas à gestão da empresa, política, economia e cultura; (4) questões ligadas aos aspectos social, ambiental e de governança, (5) questões ligadas à generalização de pesquisas e, finalmente, (6) questões ligadas à assimetria de informações. Os autores proponentes dos estudos futuros estão ilustrados em caixas redondas.

A primeira tendência inclui tópicos como construção de valor, desempenho e retorno financeiro. Autores como, Agrawal e Li et. al. propõem estudos para ajudar a construir valor para a empresa. Já Massel, Park e Reichet; Cumming et al.; Chen e Meng; Garg, Ganhala; Boulton e Ellram, se preocupam com o desempenho dos IPO's. Ainda dentro dessa tendência, Xu et al.; Li et al. e Boulton e Ellram, sugerem estudos sobre o retorno financeiro nas ofertas públicas. Ressalta-se que todas as obras são de 2024.

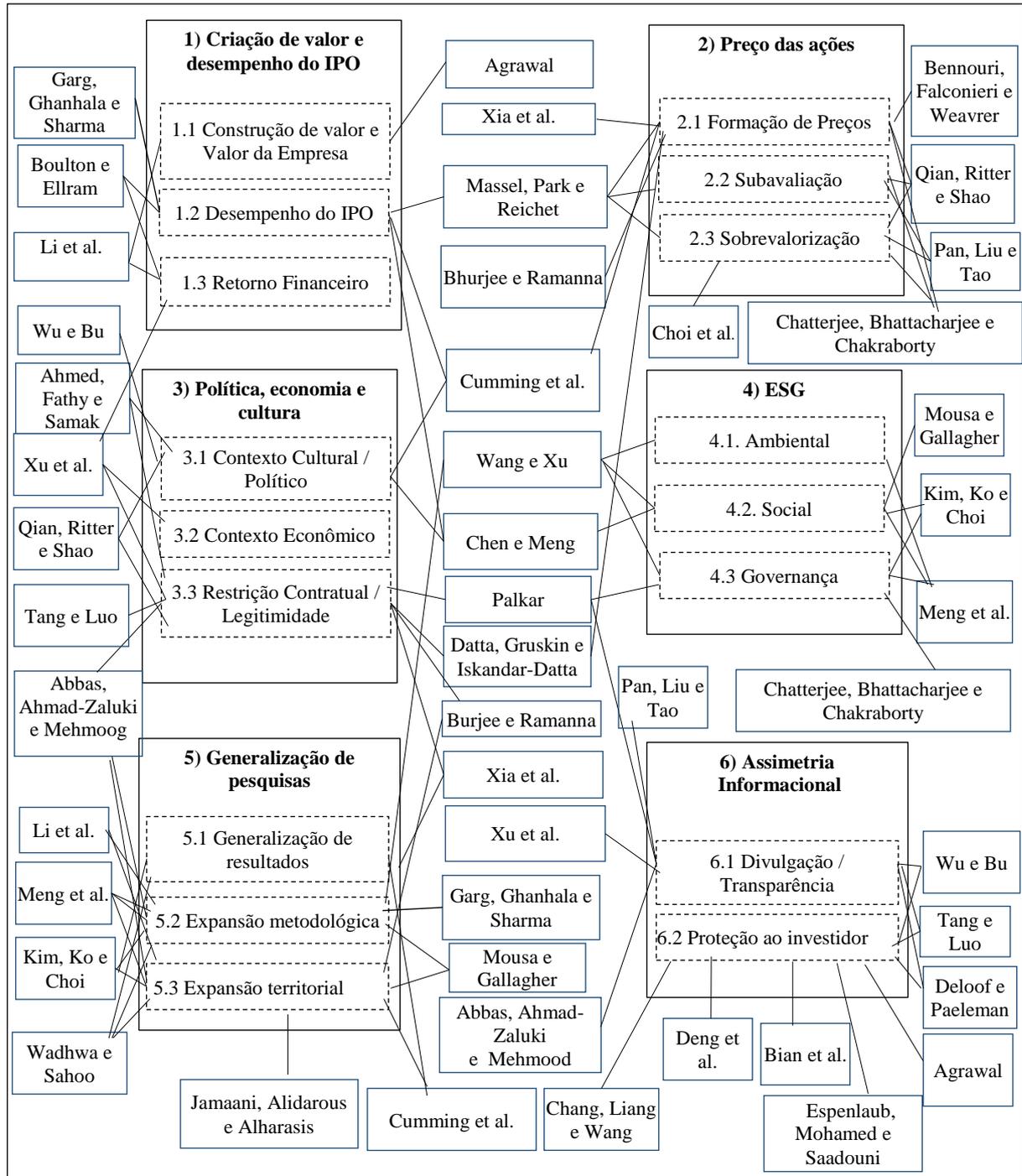
A segunda tendência trata das questões ligadas aos preços das ações. Os tópicos tratados referem-se à formação de preços propriamente dita, além do enfoque da gestão empresarial, passando pela gestão financeira da organização o que reflete nos investidores. Nesse sentido, Datta, Gruskin e Iskandar-Datta; Bhurjee e Ramanna; Massel, Park e Reichet; Xia et al.; Bennouri, Falconieri e Weaver; Oian, Ritter e Shao; Pan, Liu e Tao e também Chatterjee, Bharracharjee e Chakraborty tratam especificamente da questão de formação de preços das ações. Já Choi et al; Chatterjee, Bharracharjee e Chakraborty; Pan, Liu e Tao; Oian, Ritter e Shao; Massel, Park e Reichet, sugerem estudos que investiguem os motivos que levam as subavaliações, bem como a sobrevalorização nos preços no pré e pós IPO.

A terceira tendência decorre de assuntos que extrapolam a gestão empresarial sobretudo no contexto cultural, político e econômico. Autores como Wu e Bu; Ahmed, Fathy e Samak; Oian, Ritter e Shao; Cumming et al., bem como Chen e Meng sugerem novas pesquisas na área. Xu et al., propõem aprofundar os estudos quanto ao enfoque econômico que afetam os IPO's. No que tange a questão da restrição contratual e as questões legais, autores como Tang e Luo; Xu et al.; Burjee e Rammanna; Xia et al.; Abbas, Ahmad-Zaluki e Mehmoog; Datta, Gruskin e

Iskandar-Datta; Qian, Ritter e Shao, bem como Ahmed, Fathy e Samak enfatizam a necessidade de aprofundamento nestes assuntos.

Figura 16

Mapa de futuras direções de pesquisa e os artigos que as sugerem



Fonte: Elaborado a partir de Filser (2017).

Na quarta tendência o enfoque está relacionado para os aspectos sociais, ambientais e de governança. Essa temática envolvendo ESG está em alta e diversos autores apontam a

necessidade de novos estudos enfatizando não apenas um, mas todos os aspectos relacionados à sigla ESG. Pesquisadores como Palkar; Chen e Meng; Wang e Chu; Mousa e Gallagher; Kim, Ko e Choi; Meng et al., bem como Chatterjee, Bharracharjee e Chakraborty sugerem novos estudos na área.

A quinta tendência levantada referem-se às questões de generalização das pesquisas, bem como a expansão metodológica e territorial dos estudos sobre IPO. Nesse sentido, os novos estudos devem ser feitos no intuito de generalizar os resultados encontrados nos trabalhos atuais, devendo inclusive expandir a metodologia dos artigos e também ampliar para diversas nações. Endossam essa proposição autores como Abbas, Ahmad-Zaluki e Mehmoog; Li et al.; Meng et al.; Kim, Ko e Chi; Wang e Xu; Burjee e Rammanna; Xia et al.; Garg, Ganhala e Sharma; Mousa e Gallagher; Cumming et al.; Jamaani, Alidarous e Alharasis, bem como Wadhwa e Sahoo.

A sexta e última tendência enfatiza a questão da Assimetria de Informações. A transparência e o modo de divulgação dos IPO's são temáticas apontadas como necessárias em estudos futuros. Sugerem tais trabalhos pesquisadores como Palkar; Pan, Liu e Tao; Xu et al.; Abbas, Ahmad-Zaluki e Mehmoog; Wu e Bu; Tang e Luo; Deloof e Paele. A necessidade de proteção aos investidores, devido à assimetria informacional, também é um tema bastante sugerido para novos estudos, conformem apontam Chang, Liang e Wang; Bian et al.; Espenlaub, Mohamed e Saadouni; Agrawal; Deloof e Paele, Tang e Luo, bem como Xu e Bu.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve por objetivo mapear o campo temático das Ofertas Públicas Iniciais (IPO), de modo a entender o desenvolvimento do tema ao longo dos anos e, sobretudo, verificar quais são as tendências futuras.

Procurou-se inicialmente detectar quais os autores precursores na temática e aqueles que tem se destacado ao longo dos anos. O primeiro trabalho que surge na amostra sobre IPO foi publicado em 1987, com a obra de Miller e Reilly. Após esse ano, de maneira um pouco incipiente, foram surgindo outros trabalhos. O crescimento maior ocorreu após a virada do milênio e nos últimos cinco anos a temática criou força e se tornou bastante produzida pelos autores. Dentre os trabalhos mais citados, nota-se a participação de alguns autores importantes da temática IPO, tais como Ritter, Loughram, Welch, Beaty e também Teoh e Wong. Ao se considerar o número de trabalhos produzidos, a autora Mohd-Rashid, ligada à universidade Utara da Malásia, destaca-se com 14 registros.

De maneira geral, percebe-se a força dos estados Unidos da América no que tange a temática IPO. A começar pela produção científica do tema, onde quase a metade são de autores norte-americanos. A maioria dos periódicos que mais publicaram também. Outro ponto marcante refere-se às universidades produtoras dos trabalhos: das dez primeiras, sete são americanas.

Em relação às palavras-chaves propostas pelos autores, tem-se, conforme era de se esperar, “*initial public offerings*”, encabeçando a lista. As palavras, “*market*”, “*returns*”, “*performance*”, “*issues*” e “*information*”, foram muito utilizadas e ajudam a compor a temática IPO.

Pode-se dizer que este trabalho traz uma contribuição no sentido de mostrar como anda o conhecimento em relação à temática de Oferta Pública Inicial, uma vez que este assunto tem se tornado relevante na economia dos países, considerando que a busca por recursos em bolsas de valores tem crescido anualmente. Detectou-se, por exemplo, que há uma falta de estudos referentes à agregação de valor após os IPO’s, sendo esse assunto, inclusive, tema para estudos futuros.

A principal limitação desta pesquisa pode ser considerada como a utilização de uma única base de pesquisa, no caso a *Web of Science*, mesmo sendo essa base uma das principais indexadoras de trabalhos nas ciências sociais aplicadas. Sendo assim, outra possibilidade de trabalhos futuros poderia ser a utilização de outras bases, como *Scopus*, *Scielo*, *Google Scholar*, *Emerald Insights*, entre outras. A utilização de outras bases poderia complementar, reforçar ou até mesmo refutar este trabalho. Uma outra possibilidade de pesquisas futuras poderia ser o mapeamento da temática especificamente no Brasil, de modo a detectar como está a temática no país.

REFERÊNCIAS

- Anderson, S. C. T., Beard, R. T., & Born, J. A. (1985). *Initial public offerings: findings and theories*. Springer Science+Business Media, LLC.
- Aria, M; Cuccurullo, C. (2017). *Bibliometrix: An R-toll for comprehensive science mapping analysis*. *Journal of Informetrics*, v. 11, n. 4, p. 959–975.
- Araújo, C. A. A. (2006). Bibliometria: evolução histórica e questões atuais. *Em Questão*, 12(1), 11–32. Recuperado de <https://seer.ufrgs.br/index.php/EmQuestao/article/view/16>
- B3. (2024). *Empresas listadas*. http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm
- Backes, J. A. (2001). Valor Econômico Agregado. *Revista Sociais e Humanas*, 14(1), 109–115.

- Biolchini, J. e Travassos, G. (2007). Revisões Sistemáticas Aplicadas a Engenharia de Software. *Xxi Simpósio Brasileiro De Engenharia De Software*, 27.
- Bispo, O. N. de A., et al. (2017). Fusões, Aquisições e Gerenciamento de Resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas. *Revista Organizações Em Contexto*, 13(25), 51. <https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v13n25p51-98>
- Brigham, E. F., e Erhardt, M. C. (2016). *Administração Financeira: teoria e prática* (3rd ed.). Cengage Learning.
- Fernandes, F. R., Cardoso, T. A., Capaverde, L. Z., & Silva, H. de F. N. (2016). Comunidades de prática: uma revisão bibliográfica sistemática sobre casos de aplicação organizacional. *AtoZ: Novas Práticas Em Informação e Conhecimento*, 5(1), 44. <https://doi.org/10.5380/atoz.v5i1.46691>
- Filser, L. D. (2017). Estado da pesquisa e tendências futuras de pesquisa em saúde enxuta: uma análise bibliométrica. <https://doi.org/10.1007/s11192-017-2409-8>
- Grover, K. L., & Bhullar, P. S. (2021). O nexu entre as divulgações de fatores de risco e o desempenho de curto prazo dos IPOs: evidências da literatura. *Jornal Mundial de Empreendedorismo, Gestão e Desenvolvimento Sustentável*, 17(4), 907–921.
- Guimarães, N. G. T., et al. (2013). Impact of the Register of Seasoned Offerings in the Returns of Shares of the Companies Listed in the Bovespa Segment. *Revista Universo Contábil*, 31, 45–62. <https://doi.org/10.4270/ruc.2013212>
- Leite, M., e Silva, T. P. (2018). Relação da Estrutura de Capital e do Valor Econômico Agregado no desempenho econômico em empresas industriais brasileiras e chilenas. *Revista Faculdade de Ciências Econômicas*. 27(1), 11–42.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Nascimento, S. de F., Oliveira Silva, A. de, & Avrichir, I. (2019). A Associação Da Política Nacional De Inovação Com A Relação Universidade Empresa: um estudo bibliométrico. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 11(3), 330–345. <https://doi.org/10.24023/futurejournal/2175-5825/2019.v11i3.476>
- Prado, J. W. et al. (2015). Análise Multivariada de Dados em Pesquisas sobre Risco de Crédito e Falência: Um Estudo Bibliométrico em Múltiplas Áreas do Conhecimento (1968-2014). *EnANPAD 2015*, 1–17.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *JOURNAL OF FINANCE*, 57(4), 1795–1828. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
- Sampaio, A.; Mancini (2007). Estudos de revisão sistemática: Um guia para síntese criteriosa da evidência científica. *Revista Brasileira de Fisioterapia*, v. 11, n. 1, p. 83–89, 2007.

- Steffen, H. C., & Zanini, F. A. M. (2012). *Abertura de Capital no Brasil: Percepções de Executivos Financeiros * Initial Public Offerings in Brazil: the Perceptions of Financial Executives*. 102–115.
- Van Eck, N. J.; Waltman, L. (2010). *Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping*. *Scientometrics*, v. 84, n. 2, p. 523–538.
- Yalçın, N., & Ünlü, U. (2018). A multi-criteria performance analysis of initial public offering (IPO) firms using critic and vikor methods. *Technological and Economic Development of Economy*, 24(2), 534–560. <https://doi.org/10.3846/20294913.2016.1213201>
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *REVIEW OF ECONOMIC STUDIES*, 62(3), 425–448.

ARTIGO 2 – RELAÇÃO ENTRE PRÁTICAS ESG E DESEMPENHO EMPRESARIAL: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA²

RELATIONSHIP BETWEEN ESG PRACTICES AND BUSINESS PERFORMANCE: A SYSTEMATIC LITERATURE REVIEW

Resumo

Propósito/Objetivo: Fazer uma revisão da literatura sobre a relação entre as práticas ESG (*Environmental, Social, and Governance*) e o desempenho empresarial, sobretudo nas questões econômicas e financeiras, denotando a geração de valor para as corporações.

Design/Método/Metodologia/Abordagem: Revisão bibliométrica sobre a temática ESG e desempenho empresarial. Os dados foram coletados na *Scopus* e utilizou-se softwares bibliométricos para análise desses dados. Inicialmente fez-se uma revisão conceitual sobre Responsabilidade Social Empresarial e ESG. Posteriormente, levantou-se os trabalhos mais recentes das temáticas através de uma revisão de literatura, procurando abordar os temas mais emergentes. Na etapa seguinte verificou-se quais são os artigos clássicos sobre o tema, os autores e trabalhos mais citados, os estudos mais relevantes e como o conhecimento sobre o tema tem sido desenvolvido ao longo do tempo. Por fim, objetivou também visualizar aquilo que ainda não foi considerado e o que tem sido pouco estudado, buscando, ao final, apontar oportunidades para pesquisas futuras.

Resultados: Detectou-se que a temática é bastante abrangente, sendo estudada por autores de todos os continentes. O crescimento do número de publicações sobre ESG ao longo do tempo mostrou-se muito consistente. Ficou evidente que as práticas ambiental, social e de governança são fundamentais para o melhor desempenho empresarial.

Contribuições/Originalidade/Valor: Este artigo estende a literatura sobre ESG e desempenho empresarial.

Palavras-chave: ESG; *Environmental, Social, and Governance*; *Desempenho Empresarial*; Bibliometria.

² Artigo submetido, aceito e publicado ao periódico intitulado *Revista de Gestão e Secretariado*. Este, consta como uma das referências desta tese.

Abstract

Purpose/Objective: To review the literature on the relationship between ESG (Environmental, Social, and Governance) practices and business performance, especially in economic and financial issues, denoting the generation of value for corporations.

Design/Method/Methodology/Approach: Bibliometric review on ESG and business performance. The data was collected at Scopus and bibliometric software was used to analyze this data. Initially, a conceptual review was carried out on Corporate Social Responsibility and ESG. Subsequently, the most recent works of the themes were raised through a literature review, seeking to address the most emerging themes. In the following stage, it was verified which are the classic articles on the theme, the most cited authors and works, the most relevant studies and how knowledge about the theme has been developed over time. Finally, he also aimed to visualize what has not yet been considered and what has been little studied, seeking, in the end, to point out opportunities for future research.

Results: It was found that the theme is very comprehensive, being studied by authors from all continents. The growth in the number of ESG publications over time proved to be very consistent. It has become clear that environmental, social and governance practices are key to better business performance.

Contributions/Originality/Value: This article extends the literature on ESG and business performance.

Keywords: ESG. Environmental. Social and Governance. Business Performance. Bibliometry.

1 INTRODUÇÃO

A Responsabilidade Social Empresarial (RSE), pode ser entendida como o dever que as organizações têm em relação ao desenvolvimento econômico sustentável. Dessa forma, cabe às empresas se empenhar para que seus colaboradores e respectivas famílias, bem como a sociedade em que está inserida, possam ter melhores condições de vida, e ao mesmo tempo ser positiva para os negócios (TSANG; FROST; CAO, 2023). Apesar disso, durante muitos anos o principal objetivo de uma empresa era de gerar lucro. Assim, uma organização seria considerada atraente aos olhos dos investidores se apresentasse excelentes resultados econômicos e financeiros (ALEXANDRINO, 2020). Entretanto, as questões ligadas ao ambiente, sociedade e governança, estão cada vez mais permeando as decisões empresariais (IRIGARAY; STOCKER, 2022). Para se ter uma ideia dessa dimensão, segundo Saxena et al. (2023) uma pesquisa feita pela *The Governance Accountability Institute* mostrou que em 2018 cerca de 86% das empresas listadas na S&P 500 apresentaram relatórios de responsabilidade

social ou sustentabilidade, contra apenas cerca de 20% no ano de 2011. Este crescimento denota a preocupação empresarial para questões além dos lucros.

Diante deste contexto de mudanças, as corporações necessitam determinar quais as melhores práticas adotar, bem como apresentar desempenho e retorno que interessam tanto a sociedade quanto aos acionistas. Seguindo essa lógica, a teoria dos *stakeholders* sugere que, para ser bem-sucedida, uma organização deve gerar valor para as partes envolvidas, tais como os colaboradores, os fornecedores, os clientes, os sindicatos, a comunidade, alguns grupos políticos e, evidentemente, os acionistas (FREEMAN, 1984). Para Saxena et al. (2023), nessa nova era, os líderes empresariais necessitam se concentrar em fatores que não seja apenas de curto prazo e de resultados financeiros. Ou seja, o desempenho empresarial deve abarcar também os objetivos ambientais, sociais e de boa governança.

Dessa forma, a teoria dos *stakeholders*, pode ser usada para explicar a relação entre Responsabilidade Social Empresarial (RSE) e desempenho da empresa (TSANG; FROST; CAO, 2023). Os autores apontam uma relação entre RSE e criação de valor para as empresas, que sob à luz da teoria dos *stakeholders*, enfatizam questões como: melhor acesso ao financiamento, menor custo de capital, aumento da satisfação de clientes e colaboradores, melhor nível de propriedade institucional e maior capital social.

Nas duas últimas décadas, tem havido uma crescente demanda por informações não financeiras, sobretudo no que tange aos investimentos sustentáveis (TSANG; FROST; CAO, 2023). Para atender à essas demandas por informações, as organizações têm aperfeiçoado a qualidade de seus relatórios, refletindo a preocupação com as questões de RSE e o bem-estar no ambiente organizacional. Diante deste contexto, (IRIGARAY; STOCKER, 2022) afirmam que o ESG (*Environmental, Social and Governance*) se torna essencial para estabelecer parâmetros e abordagens que orientam as iniciativas de responsabilidade corporativa em relação aos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa.

Segundo Wang et al. (2023), por práticas ESG entende-se o critério de avaliação de uma empresa com vistas ao seu desempenho ambiental, social e de governança corporativa, cuja origem remonta a responsabilidade social empresarial. Para Yu et al. (2020), os fatores ESG estão se transformando, de maneira gradual, nas três dimensões mais relevantes para mensurar a sustentabilidade das organizações. Esse pensamento é endossado por Saxena et al. (2023).

De acordo com Wang et al. (2023) o conceito ESG amplifica o desempenho corporativo, propiciando oportunidades para as empresas atraírem capital externo, de modo a alcançar o desenvolvimento sustentável. Entretanto, os autores destacam que a questão crucial para este crescimento está na criação de valor que as práticas ESG podem propiciar a uma empresa. Por

valor aqui entende-se como a perspectiva da organização e seus gestores, considerando valor de mercado e desempenho financeiro criado pela empresa por meio da utilização de seus ativos. Ao criar valor para uma empresa, as práticas ESG motivam outras organizações a também participar ativamente dessas práticas. Considerando que tais práticas são caracterizadas por externalidades, não há dúvidas em relação aos benefícios que propiciam, seja no sentido de proteção ambiental, de desenvolvimento social ou de boas práticas de governança (WANG et al., 2023).

Entretanto, uma questão relevante que envolve as práticas ESG é se elas realmente podem gerar valor para as empresas Wang et al. (2023). As pesquisas acadêmicas têm se expandido nos últimos anos, procurando retratar o interesse por questões ligadas à RSE e ESG. Nesse sentido, este artigo tem por objetivo fazer uma revisão da literatura sobre a relação entre as práticas ESG e o desempenho empresarial, sobretudo nas questões econômicas e financeiras, denotando a geração de valor para as corporações.

Vale destacar que a criação de valor para as empresas pode assumir diversas perspectivas, podendo se referir ao nível de desempenho financeiro bem como ao nível de valor de mercado da organização. Normalmente a criação de valor se dá pela utilização eficiente dos ativos e se dá ao longo do tempo. As práticas ESG podem colaborar para a criação de valor (WANG et al., 2023).

O artigo apresenta na seção 2 a fundamentação teórica e estudos anteriores. A metodologia será apresentada na seção 3. A seção 4 traz a análise e discussão dos resultados. As considerações finais serão apresentadas na seção 5.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E ESTUDOS ANTERIORES

A origem do conceito de ESG (*Environmental, Social, and Governance*) remonta a várias décadas atrás, mas a expressão "ESG" em si foi conquistando maior visibilidade à medida que a conscientização em relação as questões ambientais, sociais e de governança tem se intensificado. O movimento ambiental começou a ganhar força nas décadas de 1960 e 1970, com preocupações crescentes sobre poluição, degradação ambiental e seus impactos na saúde humana. Nesse período, a conscientização sobre a necessidade de empresas adotarem práticas mais responsáveis em relação ao meio ambiente começou a se desenvolver. De acordo com Saxena et al. (2023) desde que surgiu a expressão “desenvolvimento sustentável” a tomada de decisões de investimento passou a ser desejada por muitos intervenientes de mercado, incluindo os investidores. O foco, complementa os autores, estava relacionado com o ambiente.

Já nas décadas de 1980 e 1990, a atenção das empresas para questões sociais e de governança começou a aumentar. Investidores e *stakeholders* começaram a pressionar por maior transparência nas operações das empresas e pelo respeito aos direitos humanos, diversidade e responsabilidade social. A partir dos anos 2000, a discussão em torno das práticas ESG ganhou mais destaque e começou a ser formalizada em muitos círculos empresariais e financeiros. A noção de que empresas que incorporam preocupações ambientais, sociais e de governança podem ser mais sustentáveis e resilientes ganhou aceitação (BORA et al., 2021).

A sigla ESG surgiu em 2005 no relatório “*Who Cares Wins*”, promovido pela Organização das Nações Unidas (ONU), cujo propósito era formar diretrizes e recomendações que abrangessem as questões ambiental, social e de governança corporativa, que são as bases conceituais da Responsabilidade Social Empresarial (IRIGARAY; STOCKER, 2022). Em 2006, foram criados os Princípios para o Investimento Responsável (PRI), que são uma iniciativa liderada pelas Nações Unidas que visava promover a integração de considerações ESG nas práticas de investimento. Investidores institucionais, como fundos de pensão e gestores de ativos, podem se comprometer com esses princípios para incorporar fatores ESG em suas decisões de investimento.

Dos anos 2010 em diante, o termo "ESG" se tornou uma sigla comum para agrupar as considerações ambientais, sociais e de governança. Gestores de ativos e investidores institucionais, como fundos de pensão, começaram a integrar avaliações ESG em suas decisões de investimento (BORA et al., 2021). A conscientização pública sobre questões como mudanças climáticas, desigualdade social e ética nos negócios também cresceu, colocando mais pressão sobre as empresas para adotarem práticas responsáveis (SAXENA et al., 2023).



Figura 17 - Os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS)

Fonte: ONU (2024).

Em 2015, a Assembleia Geral da ONU adotou os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que são uma chamada global para ação em áreas como erradicação da pobreza, saúde, educação, igualdade de gênero, energia limpa e muito mais. A Figura 17 apresenta esses objetivos. Os ODS têm forte relação com os princípios ESG, apontando muitas das questões sociais e ambientais abordadas pelo ESG (IRIGARAY; STOCKER, 2022).

A Figura 18 apresenta as métricas envolvidas nos componentes ESG.

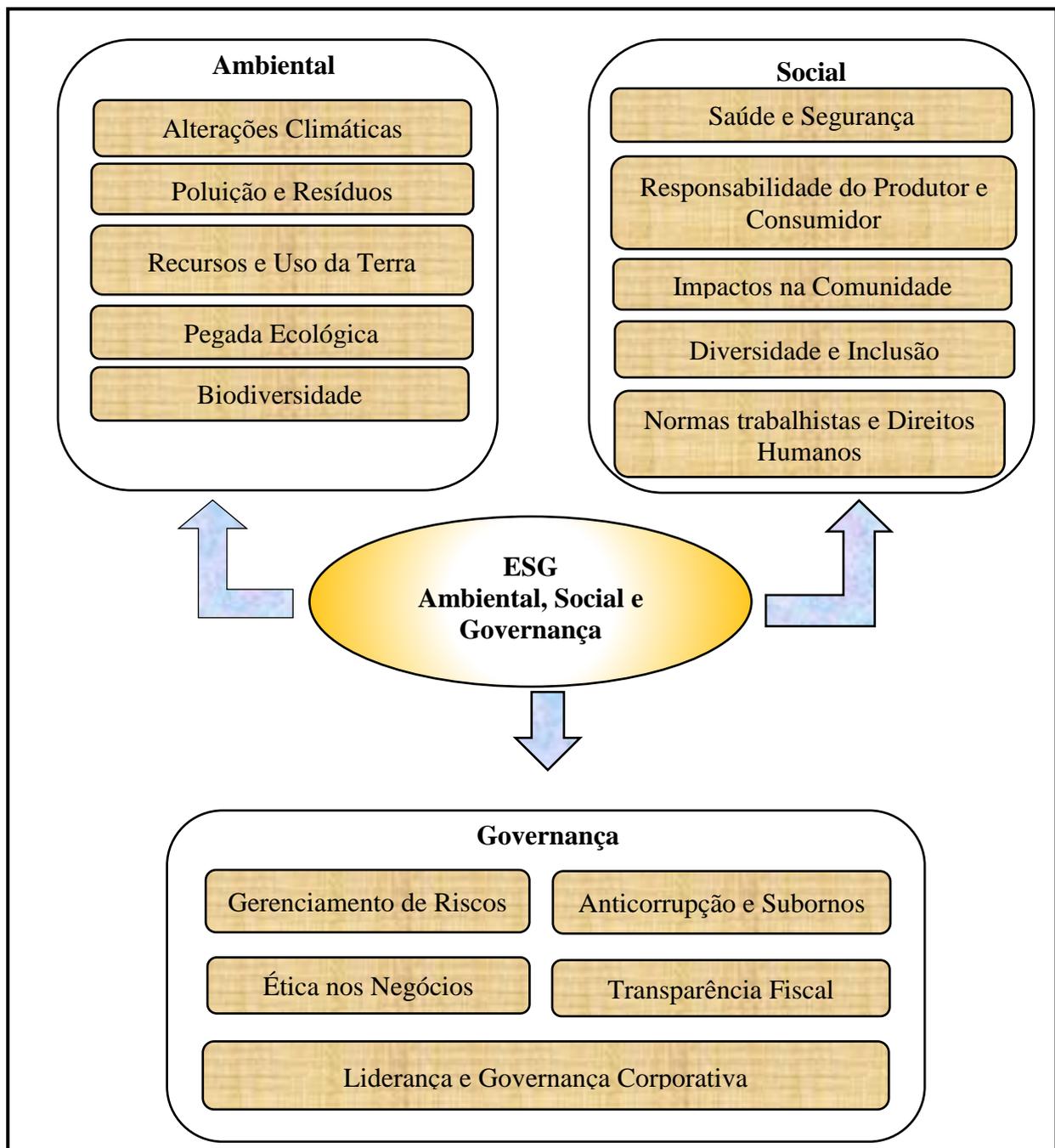


Figura 18 - Métricas Envolvidas em ESG
 Fonte: Adaptado de Saxena et al. (2023).

ESG é uma sigla que abarca três elementos cruciais no âmbito das práticas de sustentabilidade e responsabilidade corporativa: Ambiental (*Environmental*), Social (*Social*) e Governança (*Governance*). Esses três pilares são considerados fundamentais para avaliar o desempenho e o impacto das empresas em termos de sustentabilidade e responsabilidade social, de acordo com Irigaray e Stocker (2022). Ainda segundo os autores, essas ideias são mais antigas, já sendo tratadas por Howard Bowen em 1953 e presentes até mesmo nas ações filantrópicas ocorridas na década de 1920 com a criação das fundações Rockefeller, Ford e Carnegie.

O pilar Ambiental (*Environmental*) trata das práticas e políticas relacionadas à gestão dos recursos naturais, redução de emissões de gases de efeito estufa, conservação da biodiversidade, uso sustentável dos recursos, gestão de resíduos, eficiência energética, entre outros aspectos relacionados ao meio ambiente. O pilar ambiental é importante porque reconhece a necessidade de minimizar o impacto ambiental das atividades empresariais e promover a sustentabilidade a longo prazo. Empresas que adotam práticas ambientalmente responsáveis podem não apenas reduzir riscos relacionados à regulamentação e reputação, mas também identificar oportunidades de inovação e crescimento no mercado sustentável. Além disso, muitos investidores e consumidores estão cada vez mais atentos às questões ambientais, o que torna o pilar ambiental do ESG uma consideração crítica para o sucesso a longo prazo das organizações (REDECKER; TRINDADE, 2021).

O pilar Social (*Social*), engloba as questões sociais e relacionadas ao impacto das atividades empresariais nas comunidades e na sociedade em geral. Isso inclui práticas de responsabilidade social corporativa, respeito aos direitos humanos, diversidade e inclusão, saúde e segurança no trabalho, relações com os fornecedores, engajamento com as partes interessadas, entre outros. Este pilar é fundamental porque reconhece que as empresas têm responsabilidades para além de seus resultados financeiros. Ele denota a relevância em tratar os funcionários, clientes, comunidades e outras partes interessadas de maneira ética e responsável. Além disso, empresas socialmente responsáveis muitas vezes desfrutam de maior lealdade dos funcionários, atraem talentos mais diversos e podem construir relacionamentos mais sólidos com clientes e comunidades, o que, por sua vez, pode levar a um desempenho financeiro sustentável a longo prazo (REDECKER; TRINDADE, 2021).

A Governança (*Governance*) está ligada às estruturas e práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas. Isso envolve a transparência, a prestação de contas, a ética nos negócios, a independência dos conselhos, a proteção dos direitos dos acionistas, a gestão de riscos e a adoção de boas práticas de gestão (REDECKER; TRINDADE, 2021). Para Saxena

et al. (2023), a governança corporativa tem origem na teoria da agência, que é um contrato onde uma pessoa é contratada para agir em nome de outro(s), devendo ser regido por regras e processos. O pilar desempenha um papel crucial na construção da confiança dos investidores, clientes e partes interessadas. Uma governança sólida não apenas reduz riscos financeiros e legais, mas também ajuda a criar uma cultura corporativa ética e responsável. As empresas que adotam práticas de governança eficazes geralmente têm melhor desempenho a longo prazo e são mais resilientes a desafios externos. Portanto, a governança é um elemento fundamental para o sucesso sustentável das organizações (REDECKER; TRINDADE, 2021).

A avaliação ESG é usada por investidores e empresas para entender o desempenho sustentável e social de uma empresa, além de considerar fatores além dos resultados financeiros tradicionais. A partir do momento que a sociedade e os mercados financeiros perceberam a importância de uma boa governança, de responsabilidade social e ambiental comprometidas, a avaliação ESG se tornou bastante relevante. A ideia por trás dessa agenda é reafirmar que o desenvolvimento deve ser um processo contínuo, integrado e ético (IRIGARAY; STOCKER, 2022). Segundo Saxena et al. (2023), os relatórios ESG têm por objetivo chamar a atenção para as ações realizadas pelas empresas no que tange aos esforços ambientais, sociais e de governança, aumentando assim a transparência para investidores e comunidade em geral.

Percebeu-se recentemente riscos imprevistos como uma pandemia (COVID-19) e também questões climáticas (*tsunamis*, alagamentos, secas etc.) que impactam na economia global. Diante dessas adversidades, o investidor, bem como os tomadores de decisões sentem a necessidade de promover negócios que priorizam ESG, e obviamente, colaborar para a sustentabilidade. O que se prega hoje é que a sociedade não dependa apenas do governo, e sim de negócios que atendam suas necessidades, passando pela geração de emprego, proteção da natureza, crescimento equânime, defesa dos consumidores etc. (BELOSKAR; RAO, 2023; IRIGARAY; STOCKER, 2022; SAVIO; D'ANDRASSI; VENTIMIGLIA, 2023; SHAN; TANG, 2023).

A integração eficaz dos princípios ESG em estratégias de negócios não é apenas um imperativo ético, mas também uma poderosa alavanca para a performance financeira. Empresas que adotam práticas sustentáveis podem reduzir riscos operacionais, atrair investidores preocupados com a responsabilidade corporativa e fortalecer a lealdade dos clientes. Além disso, a gestão eficiente dos recursos ambientais e a promoção de ambientes de trabalho inclusivos podem levar a uma maior eficiência e produtividade. À medida que os mercados financeiros evoluem e os consumidores valorizam cada vez mais as empresas socialmente

responsáveis, a ligação entre ESG e resultados financeiros positivos está se tornando cada vez mais evidente e recompensadora (SAXENA et al., 2023).

Sabendo, portanto, da importância que tem as práticas ESG para as empresas que almejam evidenciar suas ações em responsabilidade social e sobretudo ao desempenho empresarial, neste estudo foi feita uma revisão sobre a temática para detectar os temas mais abordados pelos autores nos últimos anos. Detectou-se uma quantidade considerável de autores relacionando o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro em empresas listadas em bolsas de valores de diversas regiões, continentes ou países. Outros autores optaram por analisar essa relação em alguns setores específicos da economia, tais como setor elétrico, mineração, alimentos, bancos, entre outros. O período pandêmico da COVID-19 também faz parte de alguns estudos. Outros temas dispersos também foram objeto de análise dos pesquisadores, tais como a questão de gênero, a independência dos conselhos administrativos, importância da inovação, papel do CEO, questão cultural etc. Enfim, a Figura 19 traz uma síntese destes estudos relacionando ESG e performance empresarial.

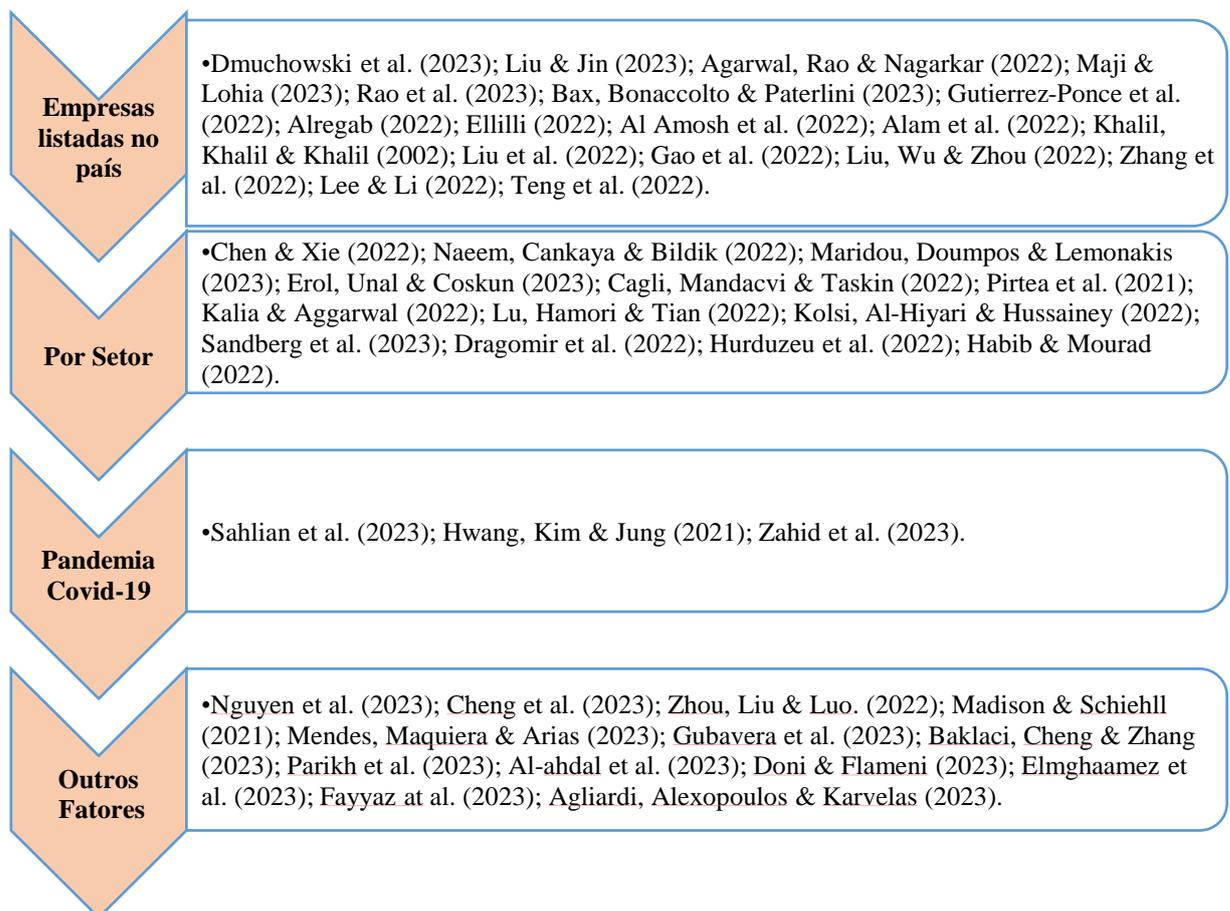


Figura 19- Síntese das revisões ESG e performance empresarial

Fonte: Dados da pesquisa.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo de pesquisa

Uma revisão sistemática da literatura é “um método de identificar, avaliar e interpretar pesquisas existentes relacionadas a uma questão de pesquisa, tópico ou fenômeno de interesse” (FERNANDES et al., 2016). Biolchini e Travassos (2017) acrescentam a esse conceito dizendo que as revisões sistemáticas da literatura são usadas para ajudar os pesquisadores a formarem um conhecimento abrangente sobre o que foi estudado. Especificamente, neste trabalho, os objetivos da revisão bibliográfica sistemática incluem verificar: (1) quais são os artigos canônicos sobre o tema; (2) quais são os autores e obras mais citados; (3) quais são as pesquisas mais relevantes sobre a temática; (4) como o conhecimento sobre o tema evoluiu ao longo do tempo. Esses objetivos seguem o modelo proposto por Prado et al. (2015). O estudo também visualiza o que não foi considerado e o que raramente foi estudado, buscando, em última análise, apontar oportunidades para pesquisas futuras.

A revisão sistemática é uma forma de pesquisa que utiliza a literatura como fonte de dados. Testes de hipóteses de qualquer tipo não são usados neste trabalho, porque em um estudo exploratório como este pode-se dispensar testes tão rigorosos dos resultados (SAMPAIO; MANCINI, 2007). O objetivo é aprofundar questões que ajudem a melhor elucidar o tema de estudo (BISPO et al., 2017). As revisões sistemáticas são úteis porque integram informações de um conjunto de estudos realizados separadamente sobre um determinado tema, que podem ou não ser conflitantes, e também ajudam a identificar temas que requerem mais estudos (SAMPAIO; MANCINI, 2007).

Serão utilizados métodos bibliométricos, que segundo Donthu et al., (2021) refere-se a uma técnica exaustiva para explorar e avaliar grandes quantidades de dados. O método possibilita identificar semelhanças entre grandes conjuntos de dados ao se utilizar diversos softwares (JAIN; TRIPATHI, 2023). Trata-se de uma técnica quantitativa de divulgação de conteúdo científico por meio da mensuração da produtividade e utilização da estatística como ferramenta (ARAÚJO, 2021). O objeto deste estudo foram artigos que estudam as temáticas dos componentes ESG (*Environmental, Social and Governance*) aliados ao desempenho empresarial. A amostragem envolveu o método intencional.

3.1.1 Técnica de coleta e análise de dados

Neste trabalho foi utilizado o *framework* de pesquisa proposto por Prado et al. (2015) como técnica de coleta e análise de dados. Seguindo o proposto pelos autores, o referencial de pesquisa foi construído em sete etapas, conforme mostra a Figura 20. Para a análise

bibliométrica, cinco etapas foram utilizadas, começando com (1) a operacionalização da pesquisa; depois (2) uma descrição do procedimento de busca usando filtros; (3) o procedimento de seleção da base de dados; (4) a adequação e organização dos dados e, finalmente, (5) a análise da frente de pesquisa. Cada um desses passos, juntamente com seus procedimentos e descrições, será tratado com mais detalhes no decorrer do trabalho.

Etapa	Procedimento	Descrição
1 Operacionalização da Pesquisa	1.1	Escolha da base científica
	1.2	Delimitação dos termos que representam o campo
	1.3	Delimitação de outros termos para apurar os resultados
2 Procedimentos de Busca Filtros	2.1	Definição dos termos de busca para localizar as referências, no título e no tópico.
	2.2	Definição dos operadores Booleanos para busca avançada
	2.3	Definição de outros filtros para refinamento
3 Procedimentos de Seleção do banco de dados	3.1	<i>Download</i> das referências para o software <i>Mendeley</i>
	3.2	<i>Download</i> das referências em formato planilha eletrônica
	3.3	<i>Download</i> das referências para utilização nos softwares Bibliométricos
	3.4	Organização das referências no <i>Mendeley</i>
	3.5	Organização das matrizes de análise em planilha eletrônica
	3.6	Importação dos dados para análise nos softwares Bibliométricos
4 Procedimentos de Adequação e Organização dos dados	4.1	Eliminação dos artigos duplicados no banco de dados
	4.2	Eliminação de artigos por meio de leitura flutuante
	4.3	Eliminação por meio da polissemia de termos
	4.4	Busca de artigos completos em .pdf no <i>Mendeley</i>
5 Análise da Frente de Pesquisa (Research Front)	5.1	Análise do volume das publicações e tendências temporais
	5.2	Análise das referências e artigos mais citados
	5.3	Análise dos periódicos da amostra
	5.4	Análise da autoria e coautoria
	5.5	Análise das Universidades mais influentes
	5.6	Análise do país de origem
	5.7	Análise das palavras chaves
6 Análise da Base Intelectual (Intellectual base)	6.1	Análise da rede de citações dos artigos mais citados
7 Agenda de Estudos Futuros	7.1	Apresentação dos principais tópicos para estudos futuros
	7.2	Discussão das possibilidades dentro da temática

Figura 20 - Framework da Pesquisa

Fonte: Prado et al. (2015).

A **Etapa 1** apresenta, especificamente, os passos realizados na operacionalização da pesquisa sistemática de revisão bibliográfica. Para a realização deste trabalho, atendendo ao procedimento 1.1, optou-se apenas pela escolha da base científica da *Scopus*, que pertence à *Elsevier*. A base foi eleita dado a sua transmissão de confiabilidade, afinal possui milhares de trabalhos indexados desde 1945 e é uma das principais bases no cenário internacional. Além de disso a *Scopus* fornece metadados necessários às análises sistemáticas, tais como lista de autores, número de citações, áreas de estudo, dentre outros importantes nas diversas

modalidades de publicação. Em relação ao procedimento 1.2, foi delimitado como termos principais que representam o campo das práticas de responsabilidade socioambiental, as expressões “*Environmental, Social, and Governance*”. Entretanto, conforme preconiza o procedimento 1.3, outros termos são utilizados para ampliar a base de pesquisa, tais como: “ESG, sendo acrescidas de expressões como performance, indicadores e métricas. No que tange à questão da performance empresarial, foram utilizadas palavras que remetem à lucratividade, desempenho financeiro e resultado.

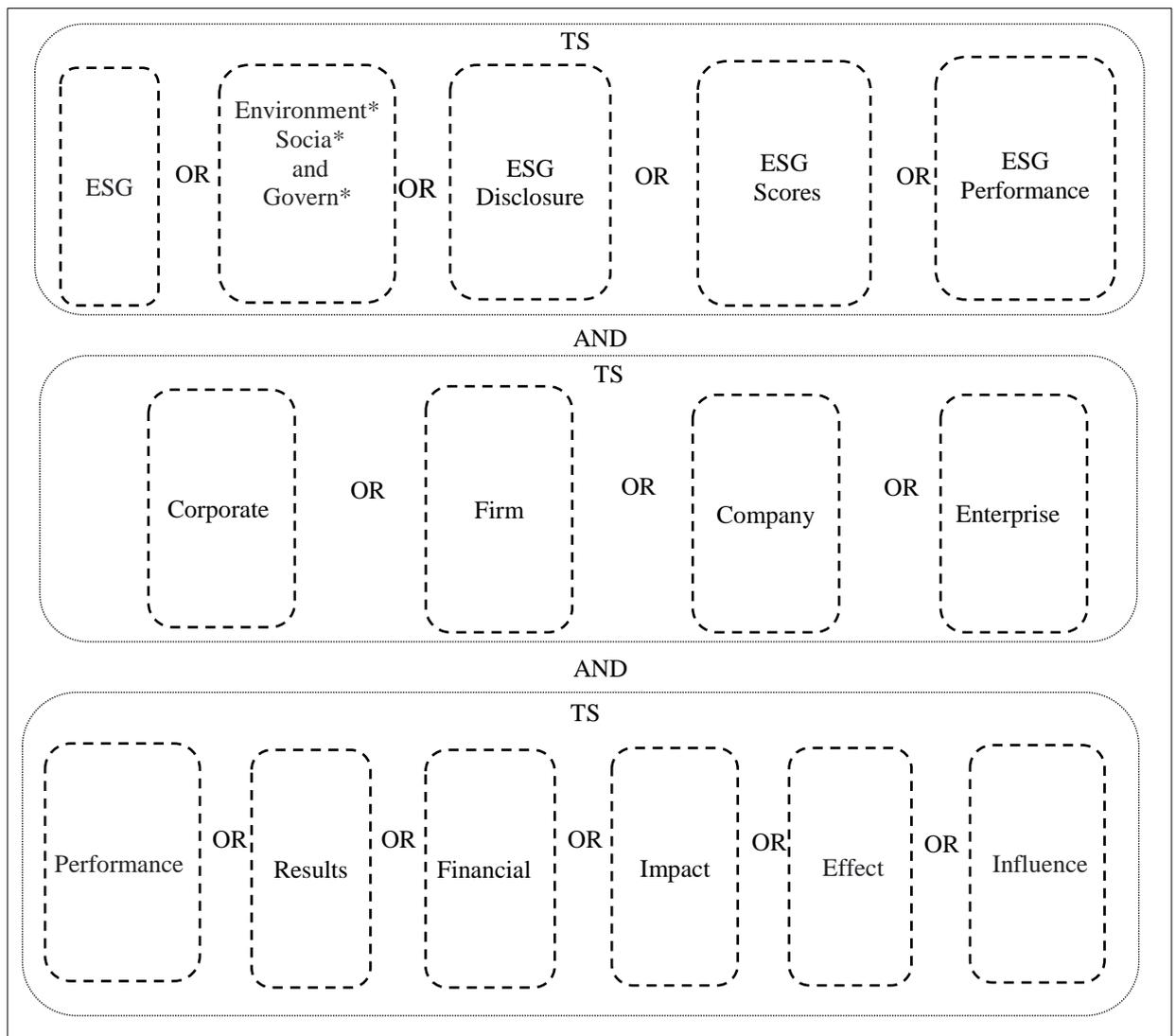


Figura 21 - Estratégias de busca
 Fonte: Elaborado pelos autores.

A **Etapa 2** apresenta os procedimentos de busca, bem como os filtros aplicados. De modo a atender ao procedimento 2.1, optou-se por definir como expressão de busca no tópico (TS), que inclui o título, resumo e palavras-chaves. A pesquisa pode ser desmembrada em três

partes. Na primeira, evidenciou-se ESG e termos semelhantes. Na segunda parte usou-se expressões para identificar empresas. Já a terceira remete expressões ligadas à performance. Para atender ao procedimento 2.2, foi inserido o operador Booleano “OR” entre as expressões dentro de cada grupo. No primeiro caso tem-se: ESG” OR “Environment*, Socia* and Govern*” OR “ESG disclosure” OR “ESG scores” OR “ESG performance”. Foi acrescentado o asterisco (*) após algumas palavras de modo que a busca alcançasse todos os possíveis sufixos da palavra, inclusive o plural. Justifica-se a utilização da sigla, pois muitas vezes a prática é tratada apenas como “ESG”. Para a segunda parte tem-se: “Corporate” OR “Firm” OR “Company” OR “Enterprise”. O mesmo processo foi utilizado na terceira parte da pesquisa, ou seja, “OR” entre as expressões “performance” OR “results” OR “financial” OR “impact” OR “effect” OR “influence”. Para conectar os grupos foi inserido o “AND”, justamente para fazer a ligação entre ambos. A Figura 21 apresenta as estratégias de busca.

Para o procedimento 2.3 foram aplicados alguns filtros de refinamento. A busca inicial retornou com 3.166 trabalhos. O primeiro filtro considerou apenas os artigos científicos (*article e review*), o que fez a amostra cair para 2.612 obras. O segundo filtro eliminou áreas do conhecimento não ligadas a administração, economia e finanças, tais como Direito, Estudos Urbanos, Ética, Comunicação, História, Psicologia, Engenharia, dentre outros. Passando a amostra para 1.845 artigos a serem utilizados para análise. Ressalta-se que a busca foi realizada na língua inglesa, para qualquer tempo.

Dando continuidade aos procedimentos de busca, tem-se os critérios de seleção do banco de dados. Em relação ao procedimento 3.1, optou-se por fazer o *download* das referências para o *Software Mendeley*. Para o tópico 3.2 foram baixadas as referências em formato de planilha eletrônica para o *Excel*, para usá-las futuramente nos softwares bibliográficos, atendendo assim ao procedimento 3.3. Destaca-se ainda que as referências foram organizadas de tal maneira para serem utilizadas no gerenciador *Mendeley*, conforme preconiza o procedimento 3.4. Para atender ao procedimento 3.5, no Excel foram organizadas matrizes, para análise em planilha eletrônica. Por fim, atendendo ao procedimento 3.6, foram importados os dados para serem analisados nos softwares Bibliométricos, ou seja, *VOSwier* (VAN ECK; WALTMAN, 2010) e *Bibliometrix* (ARIA; CUCCRULLO, 2017).

Partindo para a **Etapa 4** tem-se os procedimentos de adequação e organização dos dados. No caso, não houve trabalhos duplicados, permanecendo a amostra com 1.845 artigos.

Na **Etapa 5** deste *framework* tem-se a análise da frente de pesquisa (*Research Front*). Os dados foram analisados e geridos por meio dos softwares *Microsoft Excel e Mendeley*.

A **Etapa 6** estuda a base intelectual (*Intellectual Base*), onde se analisa a rede de citações dos artigos mais citados.

Na **Etapa 7** tem-se a agenda de estudos futuros, baseada em Filser (2017), onde são apresentados os principais tópicos de estudos futuros, bem como a discussão das possibilidades dentro da temática.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise Da Frente De Pesquisa (*Research Front*)

4.1.1 Análise do Volume de Publicações e Tendências Temporais

Considerando a amostra, percebe-se que a primeira publicação relacionada à temática ocorreu no ano de 2007, no artigo de Clarke, T, cujo título é “*The evolution of directors duties: Bridging the divide between corporate governance and corporate social responsibility*”. O trabalho trouxe à discussão o papel da governança corporativa frente a responsabilidade social corporativa. O artigo examinou como o dever de gerar sucesso para a organização oferece incentivo para que os gestores busquem estratégias de responsabilidade social que, ao mesmo tempo, propicie investimentos diversificados, desde que possam sustentar o interesse dos investidores e alcancem os critérios ambientais, sociais e de governança.

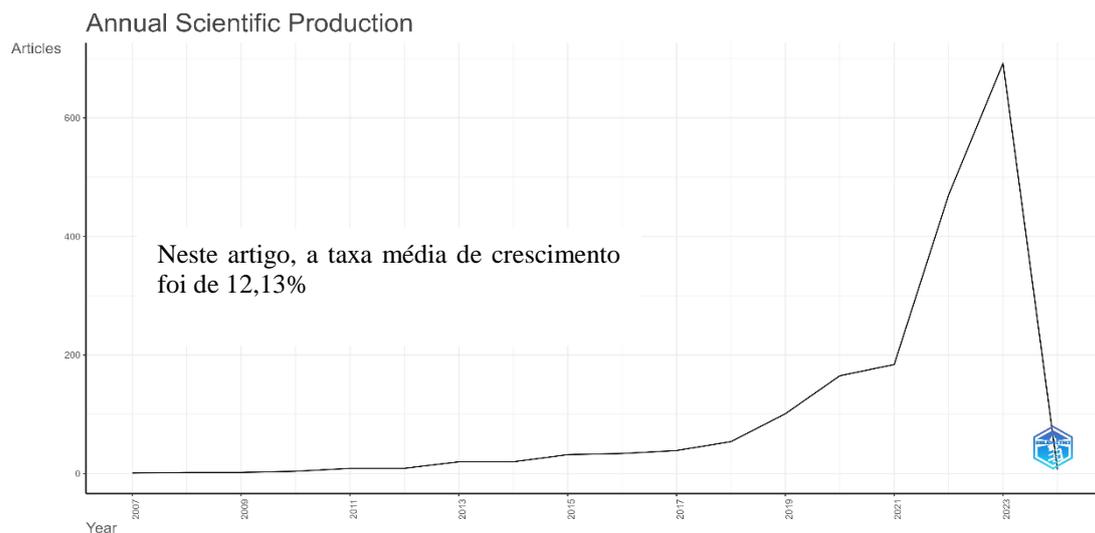


Figura 22 - Evolução da Produção Científica Anual

Nota: gráfico do Bibliometrix.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Percebe-se, por meio do Figura 22 a evolução da produção científica ao longo do tempo. Até o ano 2012 a produção não atingiu uma dezena de artigos por ano. Já a partir de 2013, houve maior interesse pela temática, sendo que a produção começou a ultrapassar a casa de vinte artigos ao ano. Daí em diante, como o assunto tornou-se bastante importante, o crescimento da produção foi notório. Em 2022, por exemplo, foram produzidos 470 trabalhos, resultados da pesquisa. Neste ano de 2023, até o momento (outubro), já são 695 artigos. Vê-se, portanto, que a temática é muito relevante.

4.1.2 Análise das referências e artigos mais citados

A Tabela 3 apresenta os dez artigos mais bem classificados, considerando o número de citações e média de citações anual. Encabeçando a lista, está o artigo “*Corporate social responsibility and access to finance*”, publicado em 2014, escrito por Cheng, Ioannou e Serafeim. Eles investigaram se as estratégias de desempenho superior em responsabilidade social corporativa proporcionam um melhor acesso a financiamentos. Considerando o elevado número de citações, pode-se inferir que tal artigo se trata de uma obra seminal dentro da temática. Também merecendo destaque e apresentando 933 citações desde que foi publicado em 2015, o artigo “*ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*”, de autoria de Friede, Busch e Bassen investigou, por meio de um estudo de revisão, a relação entre os critérios ESG (*Environmental, social, and governance*) e o desempenho financeiro.

Embora não relacionado entre os dez primeiros trabalhos, é importante destacar o artigo que aparece em 14º lugar da lista. Publicado pelos brasileiros Alexandre Sanches Garcia, Wesley Mendes da Silva e Renato Orsato, em 2017, com o título de “*Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets*”. O trabalho investiga se o perfil financeiro de uma corporação está relacionado ao desempenho ESG. O artigo considerou empresas brasileiras, russas, indianas, chinesas e sul africanas, ou seja, países membros dos BRICS. O estudo considera a análise em empresas pertencentes a setores sensíveis (aquelas empresas sujeitas a debates morais e tabus sociais e que normalmente geram debates políticos por causar danos sociais e ambientais). Os autores concluíram que empresas pertencentes a setores sensíveis apresentam desempenho ambiental superior, mesmo controlando o país e o tamanho da organização.

Artigo	Autor (ano)	Citação	Média
<i>Corporate social responsibility and access to finance</i>	Cheng B.; Ioannou I.; Serafeim G. (2014)	1557	141,2
<i>ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies</i>	Friede G.; Busch T.; Bassen A. (2015)	933	47,33
<i>Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance</i>	Gillan S.L.; Koch A.; Starks L.T. (2021)	410	119
<i>The importance of climate risks for institutional investors</i>	Krueger P.; Sautner Z.; Starks L.T. (2020)	381	48,33
<i>Active Ownership</i>	Dimson E.; Karakaş O.; Li X. (2015)	370	37,33
<i>ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure</i>	Fatemi A.; Glaum M.; Kaiser S. (2018)	358	53
<i>The supply of corporate social responsibility disclosures among U.S. firms</i>	Holder-Webb L.; Cohen J.R.; Nath L.; Wood D. (2009)	332	47
<i>The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power</i>	Li Y.; Gong M.; Zhang X.-Y.; Koh L. (2018)	325	48,33
<i>Do shareholders benefit from green bonds?</i>	Tang D.Y.; Zhang Y. (2020)	289	63
<i>Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?</i>	Xie J.; Nozawa W.; Yagi M.; Fujii H.; Managi S. (2019)	288	27

Tabela 3 - Artigos mais citados com média de citações

Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.3 Análise dos periódicos da amostra

Os artigos utilizados nesta amostra foram publicados em 492 periódicos diferentes. Conforme demonstra a Figura 23, merecem destaque os periódicos que apresentam mais de 50 publicações. O “*Corporate Social Responsibility and Environmental*” foi o que mais publicou, apresentado 93 obras. Na segunda posição aparece o “*Business Strategy and the Environment*”, com 76 publicações, sendo essa a mesma quantidade do terceiro colocado, o “*Financial Research Letters*”. Somando 63 ocorrências, o “*Journal of Cleaner Production*” aparece em quarto lugar. Na quinta posição, com 52 trabalhos publicados, aparece o “*Journal of Sustainable Finance and Investment*”. Os demais periódicos apresentam menos de 40 trabalhos.



Figura 23 - Periódicos que mais publicaram

Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.4 Análise da autoria e coautoria (autores)

A amostra identificou 3.891 autores que publicaram sobre a relação entre as temáticas ESG e performance empresarial. Considerando os autores individuais, a amostra detectou 224 pesquisadores. Em relação à co-autoria, tem-se uma média de 2,76 autores por documento. A colaboração internacional de co-autoria é de 26,18% da amostra. A autora que mais publicou trabalhos sobre a temática é Amina Buallay. Ela está vinculada à *Ahia University*, uma instituição privada localizada em Manama, no Bahrein. São 11 obras publicadas até o momento. Também com 11 artigos, aparece em segundo lugar o turco Ali Uyar, professor na área financeira na *La Rochelle Université*, na França. Ainda com 11 trabalhos, surge em terceiro lugar Yan Wang, professor de contabilidade e finanças na *Nottingham Business School, Trent University*, na Inglaterra. Com 10 trabalhos, aparecem respectivamente em quarto e quinto lugar, Dongyang Zhang D e Jin Zhang. O primeiro é professor na *Capital University of Economics and Business*, China, e trabalha com governança corporativa, finanças verdes e crescimento sustentável. O segundo, é vinculado a *China Bohal Bank Co*.

Os demais autores aparecem com 9 ou menos trabalhos. Quando analisada a produção por autor, verifica-se que apenas 5 autores publicaram dez ou mais artigos no período analisado, o que confirma o pressuposto da Lei de Lotka, pois, existem poucos autores muito produtivos e muitos autores produzindo poucas publicações. Isso revela que o campo é composto em grande parte por pesquisadores entrantes ou esporádicos. A Figura 24 mostra essa situação.

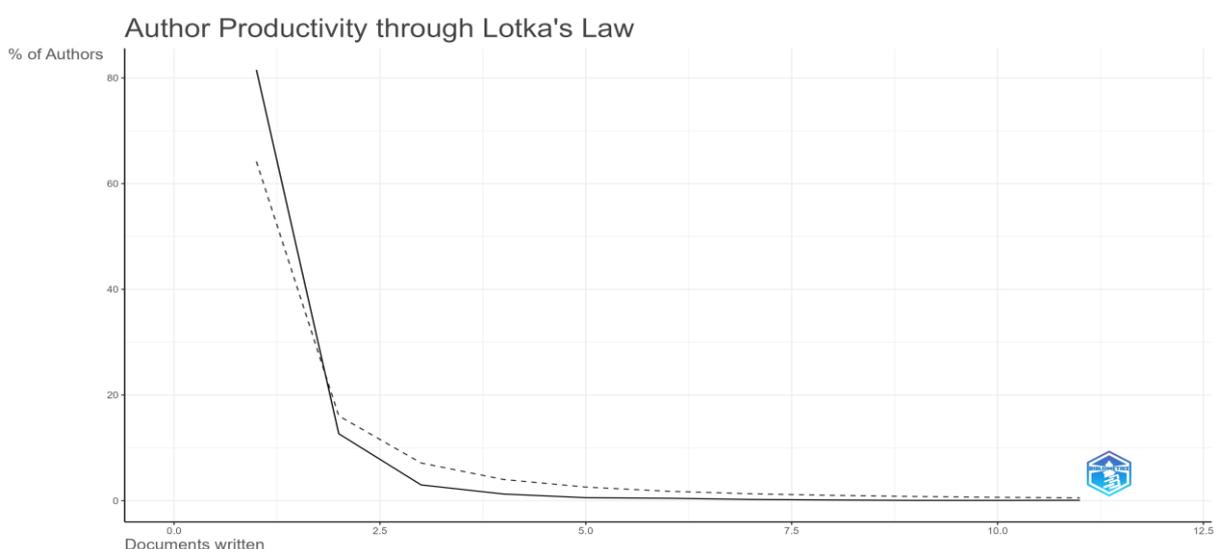


Figura 24 - Lei de Lotka
 Nota: Gráfico do Bibliometrix.
 Fonte: Dados da pesquisa.

O segundo *cluster*, destacado em vermelho, está ligado a Beiting Cheng, o autor com maior número de citações e maior média de citação anual. Também ligado a esse cluster encontra-se autores como Eccles, Barnea, Freeman, entre outros. Cheng, por exemplo, é vinculado a Universidade de Harvard e tem contribuído para a pesquisa nos campos da Responsabilidade Social e acesso ao financiamento. Já Robert Eccles é consultor e professor visitante na *Saïd Business School*, na Universidade de Oxford. Seu objeto de estudo concentra-se em como as empresas e investidores podem criar estratégias sustentáveis por meio da integração dos fatores ESG e alocação de recursos. Já Amir Barnea é vinculado à *Roberto Day School of Economics and Finance, Claremont McKenna College*, em Claremont, nos Estados Unidos. O autor também pesquisa a relação entre Responsabilidade Social e performance financeira. O autor Edward Freeman é professor na *University of Virginia*, também nos Estados Unidos. O objeto de estudo de Freeman está relacionado à Ética e Estratégia de Gerenciamento. Ele é autor da Teoria dos *Stakeholders*, assunto bastante abordado nos artigos que envolvem ESG.

4.1.5 Análise das Universidades mais influentes

Outra análise interessante para mapear o campo temático refere-se às redes de universidades que têm trabalhado com o assunto. Na amostra foram identificadas 160 universidades que publicaram sobre a temática ESG e performance empresarial.

A universidade que mais tem se dedicado ao tema é a *Sapienza Università di Roma* (Italia) com 27 trabalhos publicados na amostra. Em segundo lugar aparece a *University of Sfax*, com 24 obras. Tal universidade encontra-se na Tunísia. Na sequência, com 19 artigos, aparece a *University of Portsmouth*, da Inglaterra. Com 18 trabalhos, surge a seguir, a *Capital University of Economics and Business*, localizada na China. Mais à frente, com 17 obras vem a *FSEG Sfax – Faculté des Sciences Économiques et de Gestion de Sfax*, também localizada na Tunísia. Na sequência, todas com 16 artigos, surgem *Macquarie University* (Austrália), *Brunel University London* (Inglaterra) e *Excelia Business School* (França). Merecendo também destaque aparece, a seguir, com 15 trabalhos a *Ahlia University*, no Bahrein. Nesta universidade está lotada a autora Amina Buallay, que apresentou a maior quantidade de artigos publicados. Notou-se uma grande dispersão entre universidades que estão publicando sobre a temática. A Figura 26 mostra a rede de coautoria de organizações, com ênfase para o cluster destacado em vermelho, onde se encontram a maioria das universidades que mais publicaram.

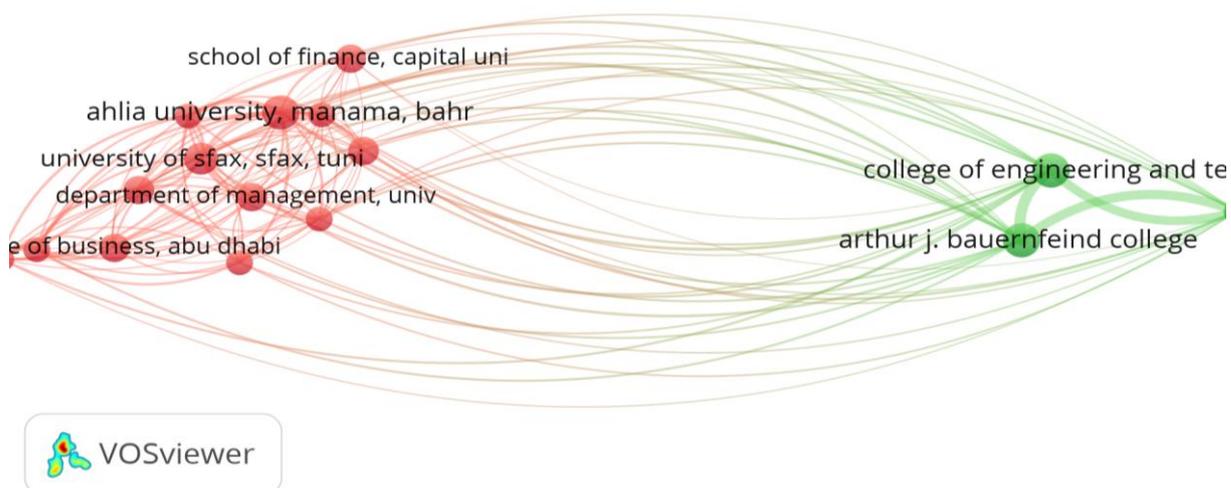


Figura 26 - Rede de coautoria de organizações (Universidades)
 Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.6 Análise do país de origem

Quando se fala em país de origem, os Estados Unidos mostram a supremacia com 297 registros presentes na amostra. A China aparece em segundo lugar com 231 documentos. O Reino Unido, com 203 obras, encontra-se na terceira posição. Em quarto lugar, com 173 registros surge a Itália. A Índia aparece a seguir, na quinta posição, com 129 trabalhos. Para fechar os 10 primeiros países, tem-se na sequência França, Alemanha, Austrália, Espanha e Malásia.

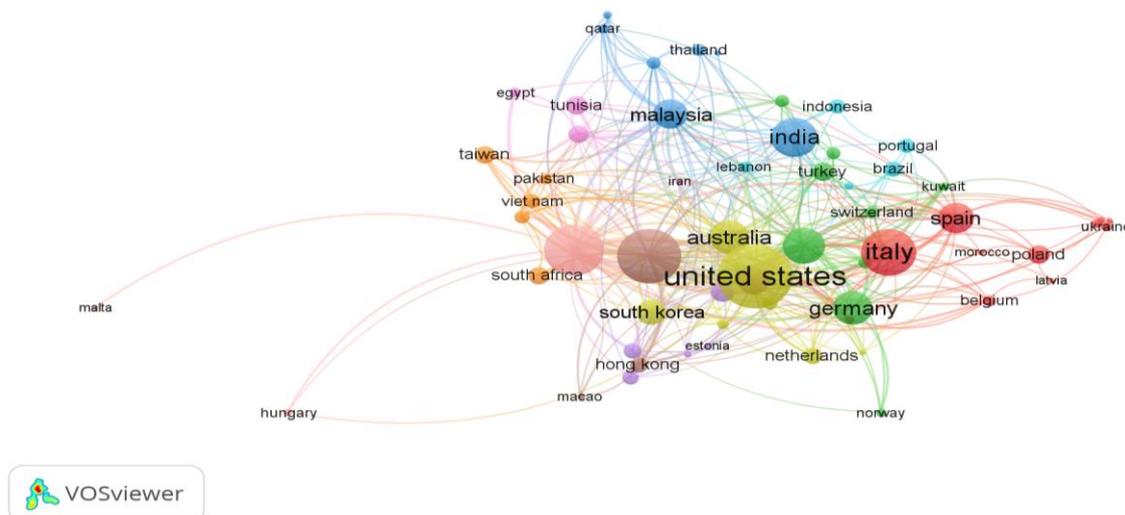


Figura 27 - Rede entre países
 Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando a rede de coautoria entre países, apresentada na Figura 27, denota-se a força publicitária dos EUA em relação à temática ESG e performance empresarial. Pela análise da rede, percebe-se uma interligação do país norte americano com quase todos os demais países da amostra. A China também possui uma grande representatividade na temática. Itália, Alemanha, França, Índia, Malásia e Espanha também possuem fortes relações ligadas em rede. A Figura 28 apresenta o mapa de colaboração entre países.

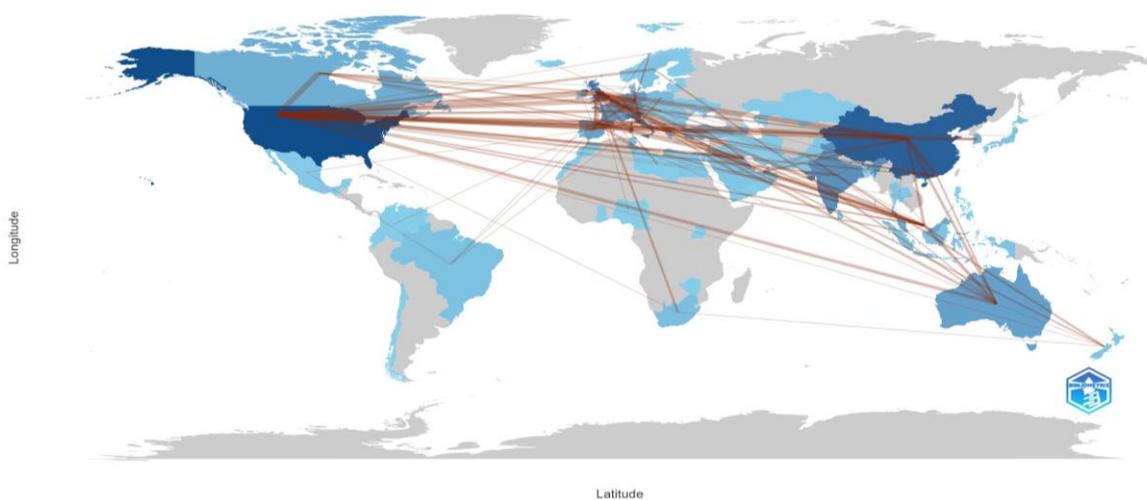


Figura 28 - Mapa de colaboração entre países

Nota: Rede do Bibliometrix.

Fonte: Dados da pesquisa.

4.1.7 Análise das palavras-chaves

Uma outra análise importante a se fazer para mapear o campo temático refere-se às palavras-chaves utilizadas pelos autores. Na amostra surgiram 3.877 palavras-chaves diferentes. Considerando a ocorrência mínima de pelo menos 5 palavras-chaves, as que mais surgiram foram “ESG”, com 554 registros; “Corporate Social Responsibility”, com 279 registros; “Sustainability”, com 182 aparições; “Environmental”, com 139 registros; e fechando as cinco mais citadas tem-se “Corporate Governance”, com 154 ocorrências. Completando a lista das dez mais citadas surgem na sequência: “Financial Performance”, “social”, “governance”, “CSR” e “Sustainable Desevelopment”. A Figura 29 apresenta a rede das palavras-chaves que mais surgiram na amostra, com visualização de sobreposição, ou seja, as cores mais claras representam as palavras-chave mais recentes, que estão mais em voga. Por exemplo, a expressão *Environmental, Social and Governance* permanece atual. Entretanto, já surge a questão da transformação digital como palavras importantes que estão ganhando importância.

Busch e Bassen que escreveram em 2015 o artigo “*ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*”. Eles investigaram, por meio de um estudo de revisão, a relação entre os critérios ESG (*Environmental, social, and governance*) e o desempenho financeiro. Mais de 2000 artigos foram analisados e os autores afirmam que o conhecimento sobre ESG e efeitos financeiros são fragmentados. Não obstante, a pesquisa mostra que cerca de 90% dos estudos encontraram uma relação não-negativa entre ESG e performance financeira. A maioria dos estudos, segundo Friede, Busch e Bassen (2015), relata resultados positivos.

Merece também destaque dentro deste *cluster* o trabalho de Fatemi, Glaum e Kaiser, que, em 2018 produziram a obra denominada “*ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure*”. O artigo investiga o efeito das atividades ESG e sua divulgação no valor da empresa. Segundo os autores, os pontos fortes ESG aumentam o valor da empresa e os pontos fracos, a diminuem. Os autores alegam que a divulgação desempenha um papel moderador fundamental ao mitigar o efeito dos pontos fracos.

O segundo *cluster* gerado pela rede, destacado pela cor verde, trata sobretudo de assuntos ligados à Estratégia de Gerenciamento e Responsabilidade Social. Tal cluster está ligado a Freeman, que em 1984 escreveu o artigo denominado “*A Stakeholder Approach to Strategic Management*”. O propósito do trabalho foi delinear o desenvolvimento da ideia de “gestão das partes interessadas”. A Teoria dos *Stakeholders* argumenta que as decisões das empresas devem considerar em suas ações estratégicas não apenas os investidores ou acionistas, mas todas as partes interessadas tais como clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, o meio ambiente e até o estado.

Também presente neste *cluster* encontram-se Orlitzky, Schmidt e Rynes, quem em 2003 escreveram o artigo “*Corporate Social and Financial Performance: a meta-analysis*”. A obra procurou mostrar que a afirmação dominante presente na literatura sobre Responsabilidade Social (CSP) e desempenho financeiro das empresas (CFP) baseavam-se em fatos duvidosos. Os autores concluíram que a CSP e a responsabilidade ambiental apresentam efeitos positivos sobre a CFP.

Merece destaque também neste *cluster* o trabalho “*The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis*”, escrito por Godfrey, Merrill e Hansen, em 2008. Os autores procuraram mostrar que alguns tipos de atividades de responsabilidade social terão maior probabilidade de serem eficientes do que outros. Assim, descobriram que o fato de as empresas participarem em atividades de RSE destinadas a sociedade em geral ou intervenientes secundários de uma

4.3 Agenda de Estudos Futuros

Alguns artigos publicados em 2023 foram escolhidos aleatoriamente (e que estavam disponíveis para *download*) para avaliar as tendências de pesquisas futuras, considerando as lacunas da literatura. Delimitou-se este ano como referência porque acredita-se que provavelmente as propostas de pesquisas ainda não foram investigadas.

Conforme Figura 31, baseado em Filser et al. (2017), dividiu-se as lacunas da literatura em 21 tópicos (ilustradas como caixas retangulares pequenas), considerando suas semelhanças de propostas. Posteriormente, os tópicos foram resumidos em 5 tendências principais (ilustradas como grandes caixas), a saber: (1) questões ligadas à divulgação (*Disclosure*); (2) questões ligadas ao desempenho ESG; (3) questões ligadas à gestão da empresa, colaboradores e conselho; (4) questões ligadas às partes interessadas (*stakeholders*) e, finalmente, (5) questões ligadas à generalização de pesquisas e metodologias. Os autores proponentes dos estudos futuros estão ilustrados em caixas redondas.

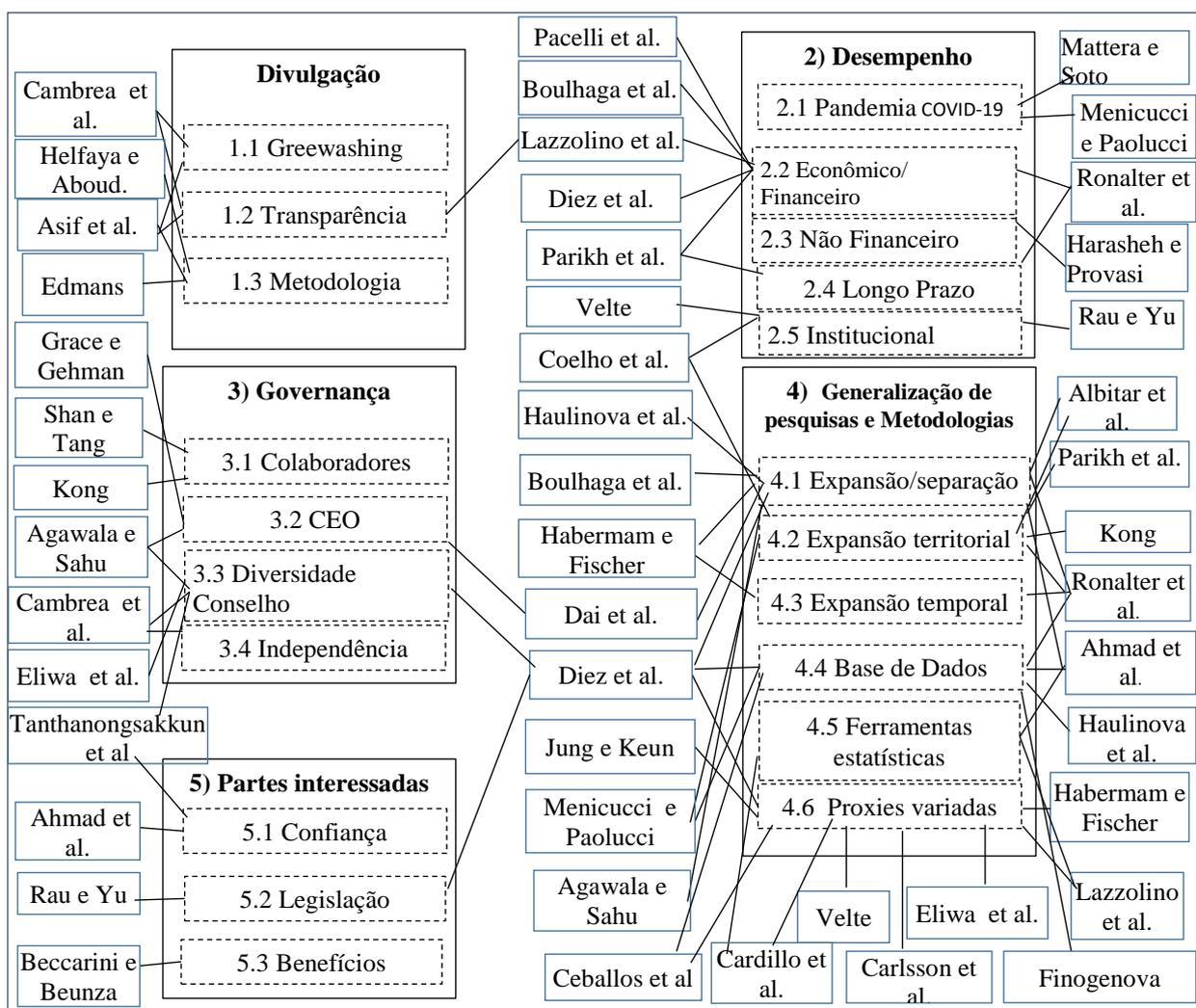


Figura 31 - Mapa de futuras direções de pesquisa e os artigos que as sugerem

Fonte: Elaborado pelos autores, a partir de Filser et al. (2017).

A primeira tendência inclui tópicos como *Greenwashing*, transparência e metodologia na divulgação dos dados ESG. Os autores têm sugerido trabalhos no sentido de, por um lado, minimizar e/ou eliminar os efeitos das informações inverídicas sobre as atividades praticadas por algumas empresas em termos de meio ambiente (*Greenwashing*). E, por outro lado, há a preocupação no sentido inverso, ou seja, melhorar a metodologia e os critérios de divulgação para que elas tenham credibilidade. Autores como Cambrea et. al.; Helfaya e Aboud; Asif et al.; Edmans; Lazzolino et al. tratam dessa temática.

A segunda tendência, que se referem ao desempenho ESG, apresenta tópicos como estudos em tempos de crise, como a pandemia da COVID-19, o desempenho econômico e/ou financeiro e também não financeiro. O desempenho de longo prazo e institucional também são tratados nessa tendência. A questão da pandemia, por exemplo, tem sido bastante abordada pelos autores no sentido de continuar pesquisando sobre os efeitos durante e pós a crise da covid-19. Sugerindo novos estudos nessa tendência encontram-se autores como Pacelli et al.; Boulhaga et al.; Mattera e Soto; Menicucci e Paolucci; Velte; Coelho et al., entre outros.

A terceira tendência inclui tópicos relacionados à governança, tais como os colaboradores, os CEO's e, principalmente, ao conselho administrativo. Os autores sugerem investigar com mais profundidade o papel dos colaboradores e CEO's no desempenho ESG. Entretanto, o maior peso recai sobre a questão da independência e diversidade na composição do conselho. Os autores sugerem a inclusão no conselho com pessoal com maior diversidade, tais como idade, experiência em ESG, gênero etc. Essas linhas de pesquisa são sugeridas por autores como Grace e Gebman; Shan e Tang; Kong; Agawala e Sahu, Diez et al.; Dai et al., para citar alguns.

Na quarta tendência encontram-se os autores preocupados com a generalização da pesquisa e metodologias usadas. Muitos trabalhos já realizados são estudos de um país em especial. Assim, autores recomendam expandir para outras nações com tamanhos, cultura e desenvolvimento diferentes. Nessa mesma lógica, autores recomendam a expansão ou separação dos setores estudados. A questão temporal surge como sugestão no sentido de ampliar os anos de pesquisa. Entretanto, o que têm mais chamado atenção dos pesquisadores refere-se às metodologias utilizadas nos artigos, por isso sugerem ampliar a base de dados (exemplo, comparar dados de agências de *ratings* diferentes). Uma maior diversificação no uso das proxies também surge como tópico para pesquisa. Nessa tendência estão presentes autores como Velte; Coelho et al.; Jung e Keun; Ceballos et al.; Boulhaga et al.; Albitar e tantos outros.

Fechando as tendências, existem tópicos relacionados com as partes interessadas, ou seja, os *stakeholders*. Aqui incluem-se temas como a questão da legislação, da confiança e dos

benefícios; os autores alertam para a necessidade de estudos que tratem das formas legais para beneficiar as partes interessadas. Nesse sentido, as empresas devem se preocupar em possuir estratégias ESG que proporcione confiabilidade e também benefícios mútuos, tanto para a organização, quanto para os *stakeholders*. Essa linha de pesquisa é sugerida por autores como Ahmad et al.; Bau e Yu; Beccarini e Beunza, entre outros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve por objetivo mapear o campo temático dos fatores ESG (*Environmental, Social, and Governance*) relacionado ao desempenho das empresas, de modo a entender o desenvolvimento do tema ao longo dos anos e, sobretudo, verificar quais são as tendências futuras.

Procurou-se inicialmente detectar quais são os autores percussores na temática e aqueles que tem se destacado ao longo dos anos. O primeiro trabalho que surgiu na amostra foi publicado em 2007, com a obra de Clarke, T, cujo título é “*The evolution of directors duties: Bridging the divide between corporate governance and corporate social responsibility*”. Após este trabalho, ainda de maneira incipiente, foram surgindo outros artigos. O crescimento das publicações começou a ocorrer a partir de 2013, quando mais de 20 obras foram produzidas. Atualmente o tema se tornou bastante estudado, tanto que neste ano de 2023, já são 695 artigos (outubro).

Dentre os trabalhos mais citados, nota-se a participação de autores importantes na temática ESG e desempenho empresarial, tais como Cheng B.; Ioannou I.; Serafeim G, que são os autores mais citados. Também se destacam Friede G.; Busch T.; Bassen A; Gillan S.L.; Koch A.; Starks L.T; Krueger P.; Sautner Z.; Starks L.T; Dimson E.; Karakaş O.; Li X; Fatemi A.; Glaum M.; Kaiser S. Todos com no mínimo 350 citações. Ao se considerar o número de artigos produzidos, destacam-se Amina Buallay, Ali Uyar e Yan Wang, todos com 11 obras cada.

No que se refere às universidades que mais tem se dedicado ao tema, a *Sapienza Università di Roma* (Italia) se destaca como a maior produtora de artigos sobre a temática. Duas universidades da Tunísia aparecem entre as mais bem colocadas. Também aparecem, entre as primeiras, universidades localizadas na China, Austrália, Inglaterra, França e Barhrein. Uma observação notada é que, entre as primeiras, não há nenhuma universidade norte americana. Por outro lado, se for considerar o número de documentos produzidos ao longo desses anos, os Estados Unidos estão na primeira colocação com folga. São 300 documentos contra os 241 da China, que aparece em segundo lugar. Outra força americana é notada quando se trata dos

periódicos que mais publicam sobre a temática, uma vez que a maioria pertence aos Estados Unidos.

Em relação às palavras-chaves propostas pelos autores, tem-se, conforme era de se esperar, a sigla “*ESG*”, encabeçando a lista. A expressão, “*Corporate Social Responsibility*”, também ganhou destaque. Outras palavras e/ou expressões bastante usuais são: “*Environmental*”, “*Sustainability*”, “*Corporate Governance*”, etc. Vale a pena destacar que a expressão “*Environmental, Social, and Governance*” permanece atual e que novas expressões estão se tornando atuais, como por exemplo, “transformação digital”.

No que tange às pesquisas futuras, pode-se identificar cinco tendências citadas pelos autores como passíveis de serem investigadas. Assuntos ligados à divulgação ESG, com real preocupação para as “*greenwashings*”. Também sugerem aprofundamentos nos estudos de desempenho ESG, contemplando períodos de crise, como a pandemia da COVID-19, retorno financeiro e não financeiro, sobretudo de longo prazo, entre outros. Há também preocupação em relação à gestão, desde os colaboradores, os CEO’s e, principalmente sobre o conselho administrativo. A generalização das pesquisas e escolhas de metodologias aplicadas também estão relacionadas como propostas de estudos futuros. Sugere-se a ampliação territorial e temporal das pesquisas atuais. A utilização de métricas estatísticas, proxies e escolhas de base também deve ser avaliada. E, para fechar, os autores chamam atenção para a questão das partes interessadas, cujos estudos devem focar em aspecto legal, confiança e benefícios para os *stakeholders*.

Pode-se dizer que este trabalho traz uma contribuição no sentido de mostrar como anda o conhecimento em relação à temática ESG e desempenho empresarial, uma vez que este assunto se tornou relevante para as empresas, para os investidores e para a sociedade de uma forma geral. Detectou-se, entretanto, que há poucos estudos no Brasil referente à temática, sendo esse assunto, inclusive, tema para estudos futuros.

A principal limitação desta pesquisa pode ser considerada como a utilização de uma única base de pesquisa, no caso a *Scopus*, mesmo sendo essa base uma das principais indexadoras de trabalhos nas ciências sociais aplicadas. Sendo assim, outra possibilidade de trabalhos futuros poderia ser a utilização de outras bases, como *Web of Science*, *Scielo*, *Google Scholar*, *Emerald Inshits*, entre outras. A utilização de outras bases poderia complementar, reforçar ou até mesmo refutar este trabalho.

REFERÊNCIAS

- ALEXANDRINO, T. C. **Análise da Relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3**. Dissertação de Mestrado—Recife: Universidade Federal de Pernambuco, 2020.
- ARAÚJO, C. A. Bibliometria: evolução histórica e questões atuais. **B3 Empresas Listadas**, 2021.
- ARIA, M; CUCCURULLO, C. **Bibliometrix**: An R-toll for comprehensive science mapping analysis. *Journal of Informetrics*, v. 11, n. 4, p. 959–975, 2017.
- BELOSKAR, V. D.; RAO, S. V. D. N. Did ESG Save the Day? Evidence From India During the COVID-19 Crisis. **Asia-Pacific Financial Markets**, v. 30, n. 1, p. 73–107, 1 mar. 2023.
- BIOLCHINI, J.; TRAVASSOS, G. **Revisões Sistemáticas Aplicadas a Engenharia de Software**. XXI Simpósio Brasileiro de Engenharia de Software. Anais...2017.
- BISPO, O. N. DE A. et al. Fusões, Aquisições e Gerenciamento de Resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas. **Revista Organizações em Contexto**, v. 13, n. 25, 2017.
- BORA, I. et al. **The Transformation of Government Accountability and Reporting**. **Journal of Emerging Technologies in Accounting**. American Accounting Association, 1 set. 2021.
- DONTHU, N. et al. How to conduct a bibliometric analysis: an overview and guidelines. **Journal of Business Research**, p. 285–296, 2021.
- FERNANDES, F. R. et al. Comunidades de prática: uma revisão bibliográfica sobre casos de aplicação organizacional. **AtoZ: Novas Práticas em Informação e Conhecimento**, v. 5, n. 1, 2016.
- FILSER, L. D.; DA SILVA, F. F.; DE OLIVEIRA, O. J. State of research and future research tendencies in lean healthcare: a bibliometric analysis. **Scientometrics**, v. 112, n. 2, p. 799–816, 1 ago. 2017.
- FREEMAN, R. E. Gestão Estratégica: Uma Teoria das Partes Interessadas. **Journal of Management Studies**, v. 39, n. 1, p. 1–21, 1984.
- IRIGARAY, H. A. R.; STOCKER, F. ESG: novo conceito para velhos problemas. **EBAPE**, v. 20, n. 4, 2022.
- JAIN, K.; TRIPATHI, P. S. Mapping the environmental, social and governance literature: a bibliometric and content analysis. **Journal of Strategy and Management**. Emerald Publishing, 1 ago. 2023.
- NASCIMENTO, S. DE F.; OLIVEIRA SILVA, A. DE; AVRICHIR, I. A Associação Da Política Nacional De Inovação Com A Relação Universidade Empresa: um estudo

bibliométrico. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, v. 11, n. 3, p. 330–345, 27 dez. 2019.

PRADO, J. W. et al. Análise Multivariada de dados em pesquisas sobre risco de Crédito e Falência: um estudo bibliométrico em múltiplas áreas do conhecimento. **EnANPAD**, p. 1–17, 2015.

REDECKER, A. C.; TRINDADE, L. M. Práticas de ESG em Sociedades Anônimas de Capital Aberto: um diálogo entre a função social instituída pela lei 6.404/76 e a Geração de Valor. **PUC/RS**, v. 2, p. 59–125, 2021.

SAMPAIO, R. F.; MANCINI, M. C. Estudos de Revisão Sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica. São Carlos, v. 11, n. 1. **Rev. bras. Fisioterapia**, p. 83–89, 2007.

SAVIO, R.; D'ANDRASSI, E.; VENTIMIGLIA, F. A Systematic Literature Review on ESG during the COVID-19 Pandemic. **Sustainability (Switzerland)** MDPI. 1 fev. 2023.

SAXENA, A. et al. Technologies Empowered Environmental, Social, and Governance (ESG): An Industry 4.0 Landscape. **Sustainability (Switzerland)**, v. 15, n. 1, 1 jan. 2023.

SHAN, C.; TANG, D. Y. The Value of Employee Satisfaction in Disastrous Times: Evidence from COVID-19. **Review of Finance**, v. 27, n. 3, p. 1027–1076, 1 maio 2023.

TSANG, A.; FROST, T.; CAO, H. Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. **British Accounting Review**, v. 55, n. 1, 1 jan. 2023.

VAN ECK, N. J.; WALTMAN, L. Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping. **Scientometrics**, v. 84, n. 2, p. 523–538, 2010.

WANG, N. et al. How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects. Sustainability. Accounting, Management and Policy **Journal Emerald Publishing**, 2023.

YU, E. P.-Y.; LUU, V.; CHEN, H. Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. **Research In International Business and Finance**, v. 52, n. 5, 2020.

ARTIGO 3 – AGREGAÇÃO DE VALOR EM OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) NO BRASIL, CONSIDERANDO FATORES SOCIOAMBIENTAIS ESG³

RESUMO

Objetivo: Verificar se, do ponto de vista econômico-financeiro, se o uso de práticas ESG contribui para que uma empresa agregue valor após realizar um IPO.

Método: Por meio de regressão linear, verificar como a implementação de ações socialmente responsáveis pelas empresas que realizam IPO afetam o valor econômico agregado a elas atrelado. A amostra considera empresas que abriram o capital no Brasil entre 2011 e 2016. Os dados foram extraídos da B3, Economática[®], CVM e na base de dados Eikon[®].

Originalidade/Relevância: Este artigo estende a literatura sobre IPO, considerando ESG na criação a valor. A relevância e o valor dessa pesquisa são evidenciados ao fornecer subsídios para ajudar na tomada de decisões daqueles que desejam entender os impactos ESG sobre a criação de valor das empresas.

Resultados: Há relação estatística negativa e significativa entre EVA e ESG. O aumento no ESG está associado a uma diminuição no EVA. Essa descoberta é crucial para revisar as premissas e expectativas sobre o impacto do desempenho ESG sobre a agregação de valor. A pesquisa aponta que a prática de ações socialmente responsáveis parece não influenciar o valor econômico agregado.

Contribuições teóricas/ metodológicas/ práticas: As implicações práticas e teóricas desta pesquisa podem ser aplicadas ou influenciar práticas no campo de finanças corporativas. Essas implicações podem abranger os investidores ou empresas interessadas nos impactos socioambientais sobre a agregação de valor.

Palavras-chave: Oferta Pública Inicial (IPO); Agregação de Valor; ESG (*Environmental, Social and Governance*).

1 INTRODUÇÃO

Durante muito tempo tem se discutido qual é o objetivo real de uma empresa. Por exemplo, Bowen (1953) já questionava naquela época quais eram as responsabilidades sociais que os empresários deveriam assumir. Já Friedman (1970) alegava que aumentar os lucros era a responsabilidade social que uma empresa deveria ter. Percebe-se que existe a corrente de pensadores que alegam que o papel social deve estar presente nas ações estratégicas da empresa, não bastando os resultados financeiros (Davis, 1973; Drucker, 2002; Porterfield, 1976). E, por outro lado, autores mais ligados à área financeira argumentam que a geração de lucro, com a consequente maximização da riqueza é o principal objetivo das empresas (Brigham & Ehrhardt, 2016; Friedman, 1985; Ross et al., 2002; Solomon, 1977).

³ Artigo submetido e em processo de avaliação ao periódico intitulado Enfoque: Reflexão Contábil.

Partindo da perspectiva que a empresa existe para gerar riqueza, é notório compreender que a organização necessita de recursos para tal. Assim, quando a empresa precisa captar recursos para atingir seus objetivos, ela poderá fazê-lo de maneiras distintas. Segundo Myers (1984), primeiro uma empresa deve se autofinanciar, com a retenção de lucros ou aporte financeiro dos proprietários ou acionistas. Em segundo lugar, a empresa poderá contratar empréstimos no mercado financeiro e, em terceiro lugar, abrir o capital e negociar ações em bolsas de valores. Essa hierarquia de financiamento é chamada de *Pecking Order* (Myers, 1984). Ao abrir o capital a empresa vai acessar fontes de financiamento externas, sendo este processo conhecido como *Initial Public Offering* (IPO), ou Oferta Pública Inicial, segundo Brigham e Ehrhardt (2016). De posse dos recursos captados via IPO, a empresa poderá alocá-los em seu processo produtivo, produzindo crescimento, inovação do produto, pesquisa e desenvolvimento, entre outros.

Considerando que a maximização da riqueza tem sido o objetivo de muitas empresas, deve-se destacar que tão importante quanto maximizar o benefício e o patrimônio dos acionistas, deve haver a criação de valor. Conforme afirmam Santos e Watanabe (2005), não adianta a empresa gerar lucros exorbitantes se o capital aplicado for muito maior. Para Manríquez et al. (2005), para medir o valor criado pela empresa é preciso considerar o custo de geração e não apenas o benefício. Ou seja, só haverá criação de valor se o benefício adquirido for superior ao custo dos recursos envolvidos. Dentre as possibilidades de ferramentas financeiras existentes para medir a criação de valor tem-se o EVA (*Economic Value Added*), ou valor econômico agregado. A metodologia dessa métrica analisa a rentabilidade residual acima dos custos da dívida e do capital próprio (Leite & Silva, 2018; Yalçun & Ünlü, 2018).

Analisando a outra vertente, ou seja, aqueles que acreditam que o objetivo das empresas vai além dos resultados financeiros, autores acreditam que existe uma pressão desafiadora às empresas no sentido de considerar as questões que envolvam também o impacto ambiental e as implicações sociais advindas das estratégias corporativas (Colares et al., 2012; Strand, 2013). Os autores complementam ao afirmarem que a empresa será sustentável quando se preocupar com a questão ética dos gestores e o ambiente e não apenas com resultados financeiros. Nesse contexto, a Responsabilidade Social Empresarial (RSE) aparece como resposta à lacuna existente, em que a sociedade “exigia” das empresas melhores condições sociais e ambientais (Ribeiro & Lisboa, 1999). Assim, as organizações devem se pautar na busca pelo compromisso ético na relação entre sociedade e a empresa (Oliveira, 2002).

As práticas ESG (*Environmental, Social, and Governance*) é uma das maneiras das empresas evidenciarem à sociedade os resultados do comportamento socialmente responsável

emanado por elas, pois, como afirmam Giese et al. (2019) tais práticas trazem um reflexo positivo tanto no mercado de ações como no desempenho financeiro das empresas.

Segundo Redecker e Trindade (2021), as práticas ESG referem-se a três critérios principais usados para avaliar a sustentabilidade e o impacto social de uma empresa. Essas práticas ESG têm ganhado destaque cada vez maior no mundo dos negócios, com investidores, consumidores e *stakeholders* valorizando empresas que demonstram um compromisso com a sustentabilidade ambiental, responsabilidade social e governança corporativa (Alexandrino, 2020).

À luz do exposto, nota-se que uma oferta pública inicial de ações (IPO) representa uma etapa estratégica crucial para as empresas, aumentando sua visibilidade, consolidando sua reputação e credibilidade perante *stakeholders*. Com essa abertura de capital, espera-se não apenas a geração de riqueza, mas também contribuição para a criação de valor ao alinhar interesses financeiros e estratégicos, promovendo uma gestão mais transparente e responsável.

No contexto deste estudo, pressupõe-se uma IPO contribuiria para adoção/manutenção de práticas de gestão mais transparentes e alinhadas aos princípios ESG dentro das empresas. Os stakeholders estão cada vez mais atentos às práticas de ESG, reconhecendo que empresas comprometidas com essas práticas tendem a criar valor de forma sustentável, reduzindo riscos e ampliando sua relevância no mercado e sua atratividade junto a investidores mais conscientes. Diante disso, surge o seguinte questionamento norteador dessa pesquisa: **como as ações socialmente responsáveis das empresas que realizam IPO afetam o valor econômico agregado dessas empresas?**

Autores afirmam que existe uma escassez de pesquisas relacionando o efeito da responsabilidade social ao EVA (Nabilah Rahma; Hersugondo, 2022; Schiessl et al., 2022). Portanto, o objetivo deste estudo é verificar em que medida, do ponto de vista econômico-financeiro, o uso de práticas ESG contribui para que uma empresa agregue valor após abrir o capital em bolsa de valores. Este trabalho vem contribuir no sentido de diminuir essa lacuna.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Oferta Pública Inicial

A dinâmica de abertura de capital é conhecida como *Initial Public Offerings* (IPO), ou oferta pública inicial. O conceito de IPO se refere ao processo pelo qual uma empresa emite ações ao público pela primeira vez no mercado de capitais, com o objetivo de levantar capital.

Ou seja, é o momento em que uma empresa decide abrir o seu capital e vender ações para investidores externos, em vez de ser de propriedade exclusiva de um grupo seleto de proprietários (Brigham & Erhardt, 2016).

Existem objetivos diretos e indiretos na estratégia de abrir o capital, como o financiamento em si, aumentar a visibilidade, a legitimidade e também o valor de mercado. A IPO tem como vantagens o acesso a recursos financeiros, a imagem da empresa, a capacidade de negociação, entre outros. Por outro lado, a abertura de capital traz desvantagens, como perda do controle acionário, os custos envolvidos no processo, a questão da cultura organizacional, pressão por resultados etc. (Brigham & Ehrhardt, 2016; Loughran & Ritter, 2004; Ritter & Welch, 2002; Steffen & Zanini, 2012; Yalçun & Ünlü, 2018; Zingales, 1995).

2.2 Economic Value Added (EVA)

A maximização da riqueza das empresas tem sido um alvo perseguido há muito tempo pelos gestores. Trata-se de um conceito importante em finanças corporativas, que se refere ao objetivo das empresas de criar valor para os acionistas ao longo do tempo. Não basta que a empresa tenha lucro. É preciso que o benefício gerado seja maior que o custo dispendido na geração desse benefício, conforme afirmam Manriquez et al. (2005).

Uma maneira de medir a maximização da riqueza das empresas é por meio do *Economic Value Added* (EVA), uma métrica financeira desenvolvida por Joel Stern e G. Bennett Stewart, que tem sido amplamente utilizada em práticas de gestão financeira (Sharma, 2010). O EVA resgata a ideia de lucro econômico. É definido como o lucro operacional da empresa, ajustado para refletir o custo de oportunidade do capital empregado. Em outras palavras, o EVA mede a diferença entre o lucro operacional da empresa e o custo do capital empregado (Stern et al., 1991).

A métrica EVA possui alguns pilares na sua formação, que são os fatores que impulsionam a criação de valor em uma empresa e são cruciais para a gestão financeira bem-sucedida. Eles podem incluir fatores financeiros, como receita, lucro líquido, fluxo de caixa livre, retorno sobre o patrimônio líquido, ou fatores operacionais, como a eficiência na gestão de ativos, a produtividade da mão de obra, a qualidade dos serviços e produtos, a participação de mercado e a capacidade de inovar (Stern et al., 1991). Quando a empresa está criando valor para seus acionistas apresenta um EVA positivo. Se for negativo, tem-se que a empresa não está gerando valor suficiente para remunerar o capital empregado

2.3 Responsabilidade Social e Fatores ESG

A responsabilidade social empresarial (RSE) se refere à prática das empresas considerarem o impacto social, ambiental e ético de suas atividades comerciais e buscarem contribuir para o bem-estar da sociedade como um todo, além de gerar lucro. A RSE é uma abordagem que ultrapassa o objetivo tradicional de maximizar os lucros e busca equilibrar as preocupações econômicas, sociais e ambientais em suas operações e estratégias de negócios (Ashley, 2005; Nabilah Rahma & Hersugondo, 2022; Oliveira, 2002; Reis & Medeiros, 2007).

Para Carrol (1999), a RSE é uma estratégia que muitas empresas utilizam para dar suporte ao meio ambiente, à sociedade e a economia global. Ela envolve o reconhecimento de que as empresas têm responsabilidades não apenas para com seus acionistas e proprietários, mas também para com os demais *stakeholders* ou partes interessadas, como clientes, fornecedores, funcionários, comunidades locais, meio ambiente e sociedade em geral. As empresas socialmente responsáveis buscam integrar considerações econômicas, sociais e ambientais em suas operações cotidianas e em suas decisões estratégicas.

Pode-se dizer que o fenômeno da globalização exerce uma forte influência nas práticas de responsabilidade social, uma vez que surge a necessidade por parte das empresas de divulgar relatórios de sustentabilidade com o intuito de demonstrar suas ações de desempenho em questões ligadas ao ambiente, ao social e à governança (Garcia et al., 2017). Uma das maneiras pelas quais a empresa possui para externar suas ações é por meio das práticas ESG.

Alguns dos principais canais e ferramentas utilizados para comunicar as práticas de ESG incluem os relatórios de sustentabilidade, divulgação em *websites* e mídias sociais, comunicação direta aos acionistas e investidores, índices e classificações de sustentabilidade, agências de *Ratings*, entre outros (Alexandrino, 2020).

A primeira letra da sigla “E” denota a preocupação que deve ocorrer no relacionamento da empresa com ambiente na qual ela está inserida, medindo sua dependência com os recursos naturais e os impactos que pode causar nesse ambiente (Giese et al., 2019; Liu & Jin, 2023; Nguyen et al., 2023; Redecker & Trindade, 2021)

O “S” revela questões relacionadas ao social. Isso inclui a gestão de relacionamentos com os funcionários, a diversidade e inclusão, as práticas trabalhistas justas, a segurança no local de trabalho, os direitos humanos, a responsabilidade social corporativa, o envolvimento com as comunidades locais e o impacto social geral da empresa (Chen & Xie, 2022; Naeem et al., 2022; Zhao et al., 2018).

Por fim, o “G” está relacionado à governança corporativa, onde as empresas devem pautar suas ações além da legalidade, e sim na confiabilidade, nas medidas éticas e anticorruptiva. Isso inclui a independência do conselho de administração, a transparência nas operações, as práticas contábeis adequadas, a gestão de riscos e a proteção dos direitos dos acionistas (Souza Barbosa et al., 2023; Drempetic et al., 2020; Redecker & Trindade, 2021; Zhou et al., 2023).

3 METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, esta pesquisa será tanto descritiva como explicativa e quanto a técnica de coleta de dados, o estudo classifica-se como bibliográfica e Ex-Post Facto (Gil, 2002; Vergara, 2006). Quanto a abordagem a pesquisa se classifica como quantitativa, pois permite realizar análises estatísticas para verificar a presença de padrões ou relações entre as variáveis (Beuren, 2008; Martins & Theóphilo, 2016; Vergara, 2006). E por fim, quanto as técnicas de análises de dados, este trabalho vai utilizar a regressão linear de dados em painel como ferramenta de análise.

3.1 Dados e Variáveis

A coleta de dados foi efetuada por meio das demonstrações contábeis das empresas que compõem a amostra desta pesquisa. A seleção da amostra foi intencional, considerando que escolheu-se apenas as empresas que fizeram o IPO no Brasil entre os anos 2011 e 2016. Então, compõem a população desta pesquisa aquelas empresas que abriram o capital no período referido. A amostra inicial continha 62 empresas, mas foram excluídas 13, entre empresas financeiras e algumas que não possuíam os dados necessários para análise, restando 49 empresas para análise. As informações das empresas, tais como relatórios contábeis e financeiros, dentre outros, foram extraídos de diversas fontes, tais como a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), o banco de dados Economática[®], no site da CVM – Comissão de Valores Mobiliários e nos sites das empresas envolvidas. Os dados relativos ao desempenho ESG foram coletados da base de dados Eikon[®] (Thomson Reuters).

A análise de dados ocorreu com avaliação do período compreendido entre os anos 2011 até 2019. Justifica-se o início da pesquisa em 2011 porque a padronização das demonstrações contábeis no Brasil ocorreu em 2007, através da Lei nº 11.638/07, que alterou a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76). Essa alteração teve como objetivo a convergência das

normas contábeis brasileiras com as normas internacionais de contabilidade, conhecidas como IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

Tal lei entrou em vigor em 2008, entretanto, somente a partir de 2011 todas as empresas foram de fato obrigadas a seguir suas normas. Justifica-se o último ano da pesquisa em 2016 porque este estudo visa medir a agregação de valor em até três anos após o IPO. Então, para as empresas que abriram o capital em 2016, por exemplo, serão avaliados os anos de 2017, 2018 e 2019. Essa defasagem temporal é justificada porque o desempenho financeiro tende a não ser simultâneo ao utilizar as práticas ESG, ou seja, é necessário um tempo para que as empresas colham resultados mais satisfatórios (Velte, 2017). Exclui-se os anos posteriores, a partir de 2020, porque houve a pandemia da covid-19, o que impactou os resultados de parte das empresas.

Diversos estudos têm sido conduzidos para avaliar o desempenho econômico-financeiro das empresas em relação às práticas de sustentabilidade, utilizando métricas de lucratividade como ROA e ROE, além de métricas de mercado como Q de Tobin, Lucro por Ação, Preço por Lucro e Fluxo de Caixa, conforme mencionado por Alshehhi et al. (2020). Este estudo opta por utilizar o EVA como medida de desempenho econômico-financeiro.

Há um debate sobre o impacto do desempenho socioambiental (ESG) no desempenho econômico-financeiro das empresas, devido a resultados inconsistentes em estudos anteriores. Alguns estudos relatam que uma pontuação alta de ESG pode aumentar o valor da empresa (Borba, 2005; Cornell & Shapiro, 1987; Garcia, 2017; Malik, 2015; Preston & O'Bannon, 1997), enquanto outros encontram resultados empíricos diferentes (Behl et al., 2022; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Os estudos que indicam um impacto negativo do ESG no valor da empresa são fundamentados na teoria da agência. Segundo essa teoria, as atividades relacionadas ao ESG podem gerar problemas de agência entre gestores e acionistas, já que os investimentos em ESG podem não estar alinhados com os interesses dos acionistas, resultando em desperdício de recursos corporativos e redução dos lucros e do valor da empresa. Por exemplo, Barnea e Rubin (2010) sugerem que os gestores podem investir excessivamente em atividades de ESG para melhorar a reputação da empresa, prejudicando assim os interesses dos acionistas. Em resumo, a teoria da agência sugere que o desempenho ESG está negativamente correlacionado com o valor da empresa.

Por outro lado, os estudos que encontram uma relação positiva entre ESG e resultado econômico-financeiro são embasados na teoria das partes interessadas (Freeman, 1984), que argumenta que as atividades de ESG estão alinhadas com os interesses das partes e podem

melhorar o desempenho corporativo e o valor da empresa. Esses estudos sugerem que o desempenho ESG pode aumentar o fluxo de caixa esperado e reduzir a taxa de desconto, além de maximizar os benefícios para os acionistas, diminuindo assim os problemas de agência entre gestores e proprietários, bem como entre acionistas controladores e minoritários. Chauhan e Kumar (2018) destacam que a divulgação de práticas de ESG pode reduzir os problemas de agência, enquanto Wong et al. (2021) argumentam que um alto desempenho de ESG pode reduzir o custo de capital da empresa e aumentar seu valor.

Diante dessas premissas surge a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Existe relação significativa positiva entre o desempenho ESG e o EVA.

Visando o teste da hipótese H1 será utilizado um modelo econométrico em que a variável dependente terá como *proxy* a agregação de valor, aqui representada pelo EVA. Em relação à variável explicativa, a *proxy* desempenho ESG denota as ações de responsabilidade social.

Originalmente o EVA é calculado pela fórmula $EVA = NOPAT - (\text{Custo de Capital} \times \text{Capital Investido})$. O NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) é o Lucro Operacional Líquido Após Impostos. Para calcular o custo de capital, utiliza-se o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) ou seja, custo médio ponderado de capital (CMPC). Por fim, o custo do capital investido pode ser obtido por meio do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros.

Entretanto, existem outras possibilidades para se calcular o EVA, conforme afirmam Pessanha et al. (2012). Neste trabalho, será utilizado o modelo proposto por Assaf Neto (2012), em que se tem a utilização da Taxa SELIC como custo de oportunidade com o propósito de remunerar o capital dos acionistas. A referida taxa representa os juros básicos na economia brasileira. Os dados da taxa SELIC foram coletados no site do Banco Central do Brasil. Para o cálculo, foi utilizada a seguinte fórmula:

$$EVA = \text{Lucro Líquido} - (\text{Taxa SELIC} \times \text{Patrimônio Líquido})$$

Os dados das variáveis relativos ao desempenho ESG foram coletados na base de dados Eikon® (Thomson Reuters). A Eikon® ESG propicia uma pontuação (escore) para cada categoria do ESG, ou seja, ambiental, social e governança. Tal escore varia de 0 a 100%, refletindo uma média de desempenho de uma empresa nos três pilares considerados (Cheng et al., 2014). Para chegar nesse escore a Eikon® (Thomson Reuters) utiliza lógica automatizada

aplicando um peso para cada categoria, que são determinados por indicadores que fazem parte de cada pilar ESG.

Algumas variáveis de controle foram inseridas no modelo considerando que alguns fatores, além do desempenho ESG, podem influenciar o desempenho financeiro de uma empresa e conseqüentemente sua agregação de valor.

A primeira variável analisada foi o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que é fornecido pela B3. Não há unanimidade entre os autores sobre os impactos do ISE no desempenho financeiro das empresas. Alguns trabalhos apontam resultados positivos (Andrade et al., 2013; Teixeira et al., 2011). Outros artigos afirmam que empresas que não fazem parte do ISE apresentam melhor desempenho financeiro (Silva et al., 2015; Vital et al., 2009). E ainda existem estudos mostrando que o resultado varia de acordo com o setor (Cristóvão et al., 2016; Machado et al., 2009).

A segunda variável de controle utilizada foi o tamanho da empresa. As maiores corporações estão mais propensas a apresentarem maior valor econômico (Bayrakdaroglu et al., 2012; Adjaoud et al., 2007). Além disso, empresas de maior porte geralmente apresentam níveis de desempenho superiores devido à sua capacidade aprimorada de capitalização, maior potencial para alcançar economias de escala e disponibilidade de recursos adicionais para investir (Henock, 2019).

O endividamento da empresa foi a terceira variável de controle utilizada, uma vez que é considerado pela literatura um importante fator para explicar o desempenho econômico e financeiro. Entretanto, para Combey e Togbenou (2017), as instituições com maior endividamento apresentam maior risco de falência, pois os acionistas exigem retornos mais altos devido ao maior risco (Pandya, 2016).

A quarta variável de controle usada no modelo foi o setor a qual a empresa está inserida. Alguns setores da economia são considerados polêmicos ou sensíveis, causando de certa forma alguns tabus sociais, morais ou políticos. Entre os setores polêmicos encontra-se os jogos de azar, empresa de tabaco, álcool e entretenimento adulto (Cai et al., 2012). Como setores sensíveis tem-se, por exemplo, a indústria de armas, além daqueles ligados aos impactos ambientais relevantes, como cimento, mineração, siderurgia, petróleo e gás, produtos químicos, papel e celulose e até mesmo companhias energéticas. Estudos revelam que empresas de setores polêmicos ou sensíveis tendem a investir mais em ações de responsabilidade social (Cai et al., 2012; Garcia et al., 2017; Naeem et al., 2022; Richardson & Welker, 2001).

O valor de mercado também foi considerado como variável de controle. Para o cálculo foi considerado o Q de Tobin, que busca avaliar se os ativos financeiros estão sobre ou

subvalorizados em relação ao seu valor de mercado (Dahlberg & Wiklund, 2018). Estudos como Dahlberg e Wiklund (2018), Bayrakdaroglu et al., (2012) e Adjaoud et al., (2007) indicam que altas expectativas dos investidores estão relacionadas a maiores índices de EVA, uma vez que os investidores vão superavaliar empresas que possuem maior possibilidade de criação de valor.

A economia brasileira enfrentou uma recessão desde o segundo trimestre de 2014 até o início de 2015. Este período evidenciou o término de uma expansão econômica que durou entre o segundo trimestre de 2009 até o primeiro trimestre de 2014 (CODACE, 2015). De acordo com Broadstock et al. (2021), em momentos de crise, os investidores têm a tendência de desfazer-se de investimentos considerados de alto risco e realocar seu capital para opções de investimento mais seguras. Assim, em períodos de grande volatilidade, observa-se uma aversão ao risco por parte dos investidores, resultando em uma busca por segurança. Além disso, Broadstock et al. (2020) identificaram que os investidores percebem as ações com alto desempenho ambiental, social e de governança (ESG) como relativamente mais resilientes durante a pandemia, optando por mantê-las pacientemente e evitando vendê-las para mitigar perdas durante períodos de crise.

Como última variável de controle, foi verificado o nível de governança em relação às práticas socialmente responsáveis. Neste trabalho, o nível de governança considerado foi separado em dois grupos: empresas que possuem capital estatal e empresas que não possui capital estatal. Estudos apontam que empresas não estatais apresentam melhores práticas de governança corporativa, o que pode acarretar melhor desempenho econômico-financeiro (Yin et al., 2023; Affes & Jarboui, 2023; Liu & Jin, 2023). A Tabela 4 apresenta o resumo das variáveis de controle.

Tabela 4
Variáveis de Controle

Proxy	Descrição	Estudos
ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial	Variável <i>Dummy</i> para não possuir ISE (0) e possuir (1)	Garcia et al. (2018); Garcia (2017); Andrade et al. (2013); Teixeira et al. (2011); Silva et al. (2015); Vital et al. (2009); Cristófalo et al. (2016); Machado et al. (2009).
TAM – Tamanho da empresa	Log Natural do Ativo Total	Eccles, Ionnu e Serafeim (2004); Garcia et al. (2018); Hillman & Keim (2001); Liu & Jin (2023); Nguyen et al. (2023); Surroca et al. (2010); Velte (2017); Drempetic et al. (2020).
END - Endividamento	Dívida Total/Total de Ativos (Risco não sistemático)	Velte (2017); Dahlbetrg e Wiklund (2018); Garcia et al. (2018); Liu & Jin (2023); Nguyen et al. (2023); Richardson

		e Welker (2001); Waddock & Graves (1997).
SPS – Setor Polêmico/Sensível	Variável <i>Dummy</i> Não participar de Setor polêmico/sensível (0) participar (1)	Cai et al. (2012); Richardson e Welker (2001); Garcia et al. (2018); Naeem et al. (2022).
QdT – Q de Tobin	Valor de Mercado / Total de Ativos	Cai et al. (2012); Dahlbetrg e Wiklund (2018), Zhou et al. (2022).
Crise – Recessão econômica brasileira	Variável <i>Dummy</i> com um valor de 1 para 2014 e 2015 e 0 para outros anos.	Floyd, Li e Skinner (2015); Forti e Schiozer (2015); Basse et al. (2014).
NDG – Nível de Governança	Variável <i>Dummy</i> – ter capital Estatal (0) não ter capital Estatal (1)	Affes & Jarboui (2023); Liu & Jin (2023); Yin et al. (2023)

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.1.1 Testes de Hipóteses, Modelos Econométricos e Técnicas de Estimação

I. Testes de comparação de médias de Mann Whitney

O estudo utiliza o teste de Mann-Whitney para verificar dissimilaridades nas variáveis amostradas, considerando as variáveis binárias: presença de governança corporativa, recessão econômica e setor sensível. Dada a ausência de normalidade e independência dos dados, o uso de um teste não paramétrico para amostras independentes é apropriado. Dessa forma, o teste de Mann-Whitney, que não exige pareamento dos dados, foi utilizado para avaliar a hipótese nula de inexistência de diferença estatisticamente significativa entre os grupos comparados (Siegel & Castellan, 2006).

II. Modelos de regressão de dados em painel

O estudo propõe um modelo para verificar como as ações socialmente responsáveis de empresas que realizam IPO afetam seu valor econômico agregado. Utilizou-se dados em painel, que combinam informações ao longo do tempo e entre unidades, adequados para analisar mudanças temporais e efeitos de variáveis não observadas. Três abordagens de modelagem são consideradas: Pooled, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. A escolha da abordagem mais adequada é determinada por testes estatísticos, que avaliam a relação entre os regressores e a heterogeneidade não observada (Greene, 2003).

A viabilidade do modelo Pooled é avaliada por meio do teste de Chow, enquanto o teste de Breusch-Pagan determina a escolha entre Pooled e Efeitos Aleatórios. O teste de Hausman decide entre Efeitos Fixos e Aleatórios. Para lidar com heterocedasticidade ou autocorrelação,

a abordagem de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) é utilizada. A heterocedasticidade é verificada pelo teste de Wald, e a autocorrelação pelo teste de Wooldridge (Greene, 2003).

Nesse contexto, considerando as variáveis propostas e o escopo evidenciado pela pesquisa, o modelo econométrico proposto é representado pela equação que se segue:

$$EVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ISE_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 SPS_{i,t} + \beta_6 NDG_{i,t} + \beta_7 CRISE_{i,t} + \beta_8 CRISEESG_{i,t} + \beta_9 SPSESG_{i,t} + \beta_{10} NDGESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

- β_0 = Intercepto
- EVA = Mensuração da agregação de valor através do EVA (*Economic Value Added*)
- ESG = Mensuração do score ESG (*Environmental, Social and Governance*)
- ISE = Identificação do Índice de Sustentabilidade Empresarial
- TAM = Mensuração do tamanho da empresa
- END = Mensuração do Endividamento (alavancagem financeira) da empresa
- SPS = Identificação do setor ao qual a empresa participa, polêmico ou sensível
- QDT = Mensuração do valor de mercado da empresa
- NDG = Identificação do Nível de Governança: estatal ou não estatal
- CRISE = Recessão econômica brasileira
- CRISEESG = Interação entre CRISE e ESG
- SPSESG = Interação entre SPS e ESG
- NDGESG = Interação entre NDG e ESG
- ε = Termo de erro da regressão.

III. Teste de Robustez

Para testar a robustez do modelo estimado em função do EVA, foram ajustados três modelos de regressão adicionais. Cada um desses modelos contém uma interação entre variáveis selecionadas e o desempenho ESG, permitindo avaliar a consistência dos resultados obtidos e a adequação do modelo proposto. Os modelos são descritos abaixo:

MODELO 1 – COMPLETO:

$$\begin{aligned} EVA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 QDT_{it} + \beta_3 ISE_{it} + \beta_4 SPS_{it} + \beta_5 TAM_{it} \\ & + \beta_6 END_{it} + \beta_7 NDG_{it} + \beta_8 CRISE_{it} + \beta_9 (CRISE_{it} \times ESG_{it}) \quad (1) \\ & + \beta_{10} (SPS_{it} \times ESG_{it}) + \beta_{11} (NDG_{it} \times ESG_{it}) + u_{it} \end{aligned}$$

MODELO 2 - INTERAÇÃO CRISE:ESG:

$$\begin{aligned}
EVA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 QDT_{it} + \beta_3 ISE_{it} + \beta_4 SPS_{it} + \beta_5 TAM_{it} \\
& + \beta_6 END_{it} + \beta_7 NDG_{7it} + \beta_8 CRISE_{it} + \beta_9 (CRISE_{it} \times ESG_{it}) \\
& + u_{it}
\end{aligned} \quad (2)$$

MODELO 3- INTERAÇÃO SPS:ESG:

$$\begin{aligned}
EVA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 QDT_{it} + \beta_3 ISE_{it} + \beta_4 SPS_{it} + \beta_5 TAM_{it} \\
& + \beta_6 END_{it} + \beta_7 NDG_{7it} + \beta_8 CRISE_{it} + \beta_9 (SPS_{it} \times ESG_{it}) \\
& + u_{it}
\end{aligned} \quad (3)$$

MODELO 4 - INTERAÇÃO NDG:ESG:

$$\begin{aligned}
EVA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 QDT_{it} + \beta_3 ISE_{it} + \beta_4 SPS_{it} + \beta_5 TAM_{it} \\
& + \beta_6 END_{it} + \beta_7 NDG_{7it} + \beta_8 CRISE_{it} + \beta_9 (NDG_{it} \times ESG_{it}) \\
& + u_{it}
\end{aligned} \quad (4)$$

A robustez do modelo estimado foi testada comparando as principais relações e interações dos modelos testados, bem como utilizando critérios estatísticos como AIC (*Akaike Information Criterion*), BIC (*Bayesian Information Criterion*) e R². Esses indicadores foram empregados para avaliar a qualidade do ajuste dos modelos e identificar possíveis melhorias na parcimônia e na explicação da variabilidade dos dados. Essa abordagem permitiu verificar a consistência dos resultados e a adequação das especificações dos modelos propostos.

As análises estatísticas foram realizadas utilizando o software R (R Core Team, 2024).

4 RESULTADOS**4.1 Estatística descritiva dos dados que integram a amostra**

A seguir são apresentados os gráficos *box-plot* dos dados em análise (Figura 32). Ao analisar os *boxplots* das variáveis é possível observar algumas informações relevantes sobre a distribuição dos dados e a presença de possíveis *outliers*. As variáveis ESG e TAM não apresentam problemas com *outliers* ou discrepâncias.

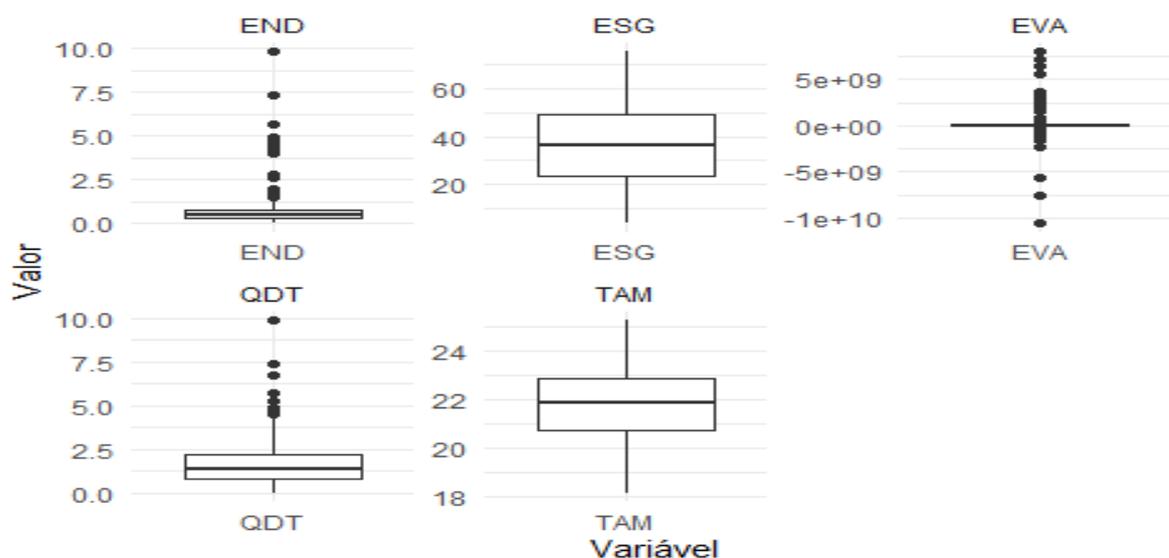


Figura 32 - Gráficos Box-Plots das variáveis utilizadas na pesquisa

Fonte: Dados da pesquisa.

Na variável END, que representa o endividamento, a maioria dos dados está concentrada entre valores de 0 e 1,5. Há vários *outliers* acima de 2, especialmente em torno de 7 a 10, o que sugere que uma pequena parte das empresas está muito mais endividada em comparação com a maioria.

O valor econômico adicionado (EVA), apresenta uma grande variação nos valores com alguns *outliers* extremos. A variável apresenta uma distribuição assimétrica com uma concentração significativa de valores em torno de 0. A presença de *outliers* muito acima e abaixo da mediana sugere uma grande variação na criação de valor entre as empresas.

No Q de Tobin (QDT), sua mediana em torno de 1,5, sugere que para a maioria das empresas, o mercado avalia seu valor acima do valor de reposição dos ativos. Isso pode indicar que, em geral, as empresas avaliadas são bem-vistas ou têm boas perspectivas de crescimento. A maior parte dos valores está entre 1 e 2,5, com alguns pontos concentrados próximos da mediana. Implica que a maioria das empresas avaliadas tem um Q de Tobin entre esses valores, o que pode indicar avaliações positivas de mercado em relação ao valor dos ativos. Existem muitos *outliers* acima de 5, com alguns alcançando valores próximos de 10. Esses *outliers* podem representar empresas que o mercado avalia significativamente mais alto em relação ao valor dos seus ativos.

Nesta pesquisa, o tratamento de *outliers* evidencia-se por meio da técnica de *winsorização* dos dados amostrais referentes às variáveis EVA, Q de Tobin e END ao nível de 2% (dois por cento), o que permite a variabilidade em 98% das variáveis. Na Tabela 5, está apresentada a estatística descritiva, com o número de observações de cada variável, média, desvio padrão, mínimo e máximo, antes e depois do tratamento de *outliers*.

A Tabela 5, apresentada as estatísticas descritivas dos dados relacionados às variáveis de interesse do estudo segregadas em relação à presença ou não de governança corporativa, existência ou não de recessão econômica e presença ou não de setor sensível.

Tabela 5
Estatísticas Descritivas das Variáveis

Estatísticas	Variáveis								
	EVA	ESG	QDT	ISE	SPS	TAM	END	NDG	CRISE
Mediana	6.064.520,00	36,00	1,24			21,79	0,50		
Média	105.874.630,42	36,75	1,65			21,72	0,75		
Desvio padrão	1.466.253.000,00	16,66	1,44			1,58	1,18		
Mínimo	-10.565.880.000,00	3,70	0,00	0	0	17,51	0,00	0,00	0,00
Máximo	7.986.839.000,00	75,48	9,83	1	1	25,23	9,83	1,00	1,00
Coefficiente de variação	1.384,90%	45,33%	87,27%			7,27%	157,33%		
Observações	245	197	245	245	245	245	245	245	240
Estatísticas	Variáveis Winsor								
	EVA	ESG	QDT	ISE	SPS	TAM	END	NDG	CRISE
Mediana	6.064.520,00	36,00	1,24			21,79	0,50		
Média	133.968.051,17	36,75	1,61			21,72	0,70		
Desvio padrão	874.829.620,18	16,66	1,26			1,58	0,88		
Mínimo	-1.647.339.000,00	3,70	0,01	1	0	17,51	0,01	0,00	0,00
Máximo	3.868.427.000,00	75,48	5,30	0	1	25,23	4,67	1,00	1,00
Coefficiente de variação	653,01%	45,33%	78,26%			7,27%	125,71%		
Observações	245	197	245	245	245	245	245	245	240

Fonte: Dados da pesquisa.

A observação da Figura 33 permite verificar que as variáveis analisadas em reação as segregações consideradas (representar ou não empresas estatais, existência ou não de recessão econômica e presença ou não de setor sensível) apresentam alta variabilidade dos dados em relação aos valores médios. Esse achado pode estar atrelado a dissimilaridades amostrais apresentadas entre as empresas que integram a amostra em análise.

A figura apresentada acima permite verificar que o pertencimento a setores sensíveis ou polêmicos determina menores índices inerentes ao EVA e ESG; o que se verifica a partir da confirmação de existência de diferenças estatisticamente significativas apontadas pelo teste de Mann Whitney. Este resultado sugere que essas empresas podem ter uma capacidade reduzida de gerar valor e podem estar menos comprometidas com as práticas de ESG em comparação com empresas de outros setores. Essa constatação difere dos resultados encontrados por Cai et al. (2012), Garcia et al. (2017) e Naeem et al. (2022), que argumentam que empresas com menor reputação na sociedade têm maior propensão a investir em iniciativas de responsabilidade social.

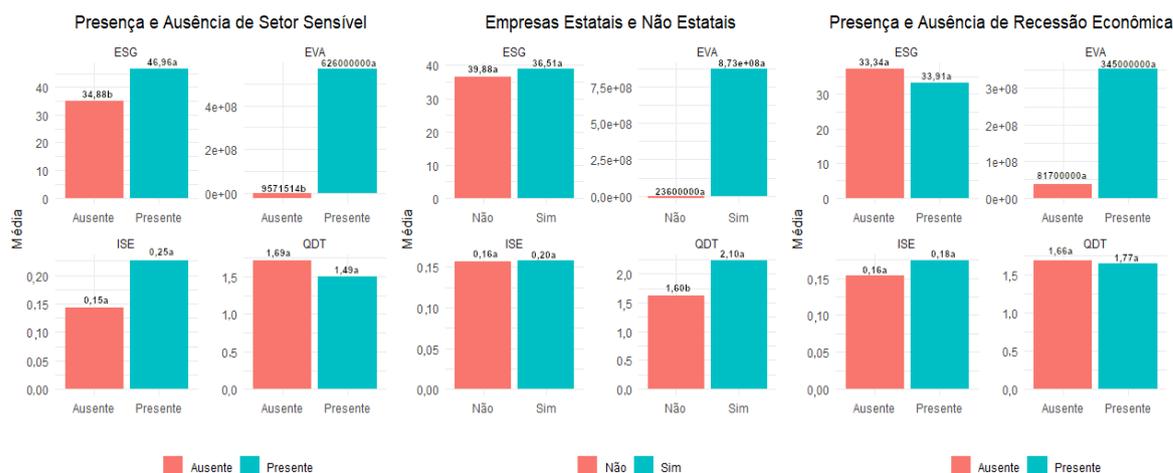


Figura 33 - Segregações Consideradas

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: Médias seguidas de mesma letra minúscula nas barras não diferem entre si pelo teste de Mann Whitney a 5 % probabilidade.

Outro apontamento verificado se refere a empresas que não possuem capital estatal. Verifica-se que essas empresas evidenciam diferenças estatisticamente significativas em relação a variável Q de Tobin. Sendo que as empresas não estatais evidenciam maiores índices atrelados ao Q de Tobin. Dessa forma este resultado sugere que os investidores possuem maiores expectativas em relação ao fluxo de caixa futuro das empresas não estatais. Este resultado está em conformidade com o estudo de Boubakri et al. (2018), o qual encontrou que quando o governo detém o controle da empresa, isso resulta em valores de mercado mais baixos.

Para a segregação Presença e Ausência de Recessão Econômica não se detectou diferenças estatisticamente significativas apontadas pelo teste de Mann Whitney.

Em seguida, foi gerada a matriz de correlação das variáveis (Tabela 6), a fim de verificar se não possuíam problemas de correlação entre elas que poderiam atrapalhar o modelo econométrico e enviesar a amostra e os resultados. De acordo com Hair et al. (2009), o coeficiente de correlação não deverá ser superior a 0,80.

Tabela 6

Matriz de Correlação das Variáveis

	EVA	ESG	QDT	ISE	SPS	TAM	END	NDG	CRISE
EVA	1,00								
ESG	-0,04	1,00							
QDT	0,05	-0,03	1,00						
ISE	0,06	0,26***	0,06	1,00					
SPS	0,14*	0,26***	-0,05	0,08	1,00				
TAM	0,09	0,28***	-0,21***	0,33***	0,06	1,00			
END	-0,07	-0,02	0,71***	-0,04	-0,03	-0,34	1,00		
NDG	0,17**	0,04	0,13	0,01	0,19***	0,04	0,15**	1,00	
CRISE	0,06	-0,08	-0,01	0,02	0,12	-0,10	0,03	-0,02	1,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Observando a matriz de correlação dos dados, as variáveis de um modo geral apresentam baixa correlação entre elas, apenas as variáveis ISE e Q de Tobin apresentam uma correlação positiva forte e significativa (0,71). Isso sugere que empresas com melhor desempenho de sustentabilidade tendem a ser mais valorizadas pelo mercado, com uma avaliação superior ao valor de seus ativos.

O Fator de Inflação da Variância (VIF) estima o impacto da multicolinearidade. Valores de VIF entre 5 e 10 indicam correlação alta que pode ser problemática, e valores acima de 10 sugerem que os coeficientes estão mal estimados, exigindo tratamento. Variáveis com $VIF > 5$ devem ser removidas ou ajustadas com técnicas apropriadas de regressão (Akinwande, Dikko and Samson, 2015). Na Tabela 7 são apresentados os valores de VIF para as variáveis avaliadas

Tabela 7

Teste VIF para Multicolineariedade

	ESG	QDT	ISE	SPS	TAM	END	NDG	CRISE	ESG: SPS	ESG: CRISE	ESG: NDG
VIF	1,73	2,14	1,28	4,16	1,47	2,32	3,88	1,02	1,71	2,97	1,67

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a tabela acima, observa-se VIF menores que 5, indicando que os resultados da regressão não são influenciados pela multicolinearidade.

4.2 Modelos econométricos propostos para análise dos dados

A seguir são apresentados os modelos de regressão estimados com vistas a responder ao escopo do estudo de verificar como as ações socialmente responsáveis das empresas que realizam IPO afetam o valor econômico agregado dessas empresas.

Para o modelo de dados em painel estimado, verifica-se a rejeição da hipótese nula do teste de Chow que apresenta a viabilidade do modelo Pooled como abordagem necessária para a estimação dos parâmetros dos modelos propostos. O teste de Breusch-Pagan mostra a viabilidade da abordagem de efeitos aleatórios em detrimento do modelo Pooled. O teste de Hausman utilizado para verificar a adequabilidade entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, aponta a necessidade de utilização do modelo de Efeitos Fixos. É verificada também a necessidade de correção do problema de heterocedasticidade no modelo de Efeitos Fixos (apontado pelo teste de Hausman, como viável para estimação dos parâmetros), por meio do teste de Wald Modificado. Nesse sentido, para correção da heterocedasticidade e autocorrelação, fez-se adequada a estimação de modelos de Mínimos Quadrados Generalizados

GLS para a estimação dos parâmetros dos modelos evidenciados na presente pesquisa. O teste de significância global de Wald aponta a significância global dos modelos propostos a partir da rejeição de sua hipótese nula que evidencia a insignificância global dos parâmetros estimados para os modelos propostos. Os dados são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8
Modelo de regressão de Mínimos Quadrados Generalizados

Modelo de regressão de Mínimos Quadrados Generalizados			
Regressores	Coefficiente	Erro padrão	P-valor
ESGSCORE	-10656078*	4453093	0,0167
QDETOBIN	208798253***	43619707	0,0000
ISE	Omitido	Omitido	-
SPS	Omitido	Omitido	-
TAM	70130983	58544840	0,2309
END	-179711976**	56260619	0,0014
NDG	Omitido	Omitido	-
CRISE	-11934044	62400451	0,8483
CRISEESG	635836*	1575825	0,0145
SPSESG	-84855479***	14732130	0,0000
NDGESG	121589724***	19079479	0,0000
Estatísticas de Validação do Modelo Proposto			
VIF		2,213	
Wald		57,668***	
Chow		5,575***	
Breusch-Pagan		37,057***	
Hausman		30,505***	
Wooldridge		24,187***	
R ²		0,7113	

Notas: Teste de Wald - Teste de verificação de ajuste global do modelo; Teste de Chow - adequabilidade entre Pooled e Efeitos Fixos; Teste Breuch Pagan - adequabilidade entre Pooled e Efeitos Aleatórios; Teste de Hausman - adequabilidade entre Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos; Teste de Wooldridge - verificação de existência de autocorrelação entre os resíduos; Teste de Wald Modificado - verificação da existência de heterocedasticidade dos resíduos. As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise do modelo proposto permite verificar que o ESG tem uma influência negativa sobre o EVA, rejeitando a hipótese proposta. Isso indica que as empresas que adotam práticas de ESG tendem a ter dificuldade em gerar benefícios que superem os custos associados a essas iniciativas. O impacto negativo sugere que pontuações mais altas de ESG geralmente resultam em menores benefícios financeiros imediatos para as empresas, conforme observado por Behl et al. (2022) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).

Uma possível explicação para isso é que os custos de implementação das iniciativas de ESG não são refletidos no valor econômico das empresas, seja porque não são implementadas corretamente ou porque carecem de apoio institucional adequado para aumentar sua visibilidade (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Outra alternativa para tentar explicar essa relação negativa entre ESG e EVA pode estar centrada nas práticas de *Greewahing*, que é uma prática enganosa em que empresas, organizações ou indivíduos criam a aparência de sustentabilidade ou responsabilidade ambiental, mas não adotam ações significativas para reduzir o impacto ambiental.

Observa-se uma relação positiva e altamente significativa (1%) entre o Q de Tobin e o EVA, indicando que empresas sobrevalorizadas pelos investidores tendem a criar mais valor econômico. Este achado está de acordo com o estudo de Dahlberg e Wiklund (2018), sugerindo que altas expectativas dos investidores estão associadas a maiores índices de EVA.

Quanto à variável de controle tamanho da empresa (TAM), percebe-se uma influência positiva no EVA, sugerindo que empresas maiores têm maior capacidade de gerar valor agregado. Esses achados são consistentes com estudos anteriores que destacam a capacidade das grandes empresas de alcançar economias de escala (Bayrakdaroglu et al., 2012; Adjaoud et al., 2007).

A variável endividamento (END) mostra uma relação negativa e significativa, indicando que empresas com maior alavancagem financeira podem ter seu valor reduzido e enfrentar maior risco de falência, conforme evidenciado por Pandya (2016).

É importante notar que a crise econômica atua como moderadores na relação entre ESG e valor econômico agregado. Em períodos de crise, as empresas com maiores valores agregados tendem a apresentar pontuações mais altas de ESG. Este achado está em linha com o estudo de Broadstock et al. (2021), que mostra que o ESG desempenha um papel na minimização dos prejuízos durante turbulências econômicas, fornecendo proteção contra perdas em tempos de crise.

Três variáveis foram omitidas pelo modelo (ISE, SPS e NDG), o que geralmente significa que essas variáveis não são estatisticamente relevantes ou não conseguem passar nos testes de multicolinearidade.

Os resultados obtidos para as interações envolvendo a variável ESG também merecem ênfase, cujo impacto conjunto entre o desempenho ESG e outras variáveis no modelo de regressão, mostra a influência dessas combinações no desempenho medido pelo EVA.

A interação entre CRISE e ESG apresentou uma relação positiva e significativa. Isso sugere que, durante períodos de crise, o impacto do desempenho ESG sobre o EVA é positivo e relevante. Ou seja, o bom desempenho ESG pode ter um efeito mais pronunciado no EVA quando as empresas enfrentam crises, indicando que práticas sustentáveis podem ajudar as empresas a se manterem mais resilientes durante dificuldades econômicas.

Por outro lado, a interação SPS e ESG apresentou relação negativa com significância estatística. Este resultado sugere que pertencer a setores polêmicos ou sensíveis (SPS) combinado com o desempenho ESG não resulta em um aumento significativo no EVA, possivelmente refletindo uma complexidade na relação setorial e agregação de valor que não é capturada pelo modelo.

A interação entre NDG e ESG apresentou uma relação positiva e significativa, o que indica uma forte relação positiva entre o nível de governança (NDG) e o desempenho ESG em relação ao EVA. Isso sugere que em empresas com gestão exclusivamente privadas, o bom desempenho ESG tende a apresentar um EVA elevado.

De um modo geral, as interações entre CRISE e ESG, SPS e ESG, e NDG e ESG mostram efeitos significativos. O impacto do ESG sobre o EVA é mais pronunciado durante períodos de crise e em empresas que não possuem capital estatal. No entanto, a interação entre SPS e ESG revela um efeito negativo sobre o EVA, sugerindo uma relação complexa e talvez contrária ao esperado entre a participação de empresas destes setores e agregação de valor. Esses resultados destacam a importância de considerar o contexto econômico e financeiro ao analisar a influência do desempenho ESG sobre os resultados financeiros.

4.3 Teste de robustez

Com o objetivo de avaliar a robustez do modelo estimado em função do EVA, foram ajustados três modelos adicionais, cada um contendo uma interação entre variáveis selecionadas e o desempenho ESG. A seguir, são apresentados os resultados dessas análises (Tabela 9), com destaque para a consistência dos coeficientes estimados e o impacto das interações, a fim de verificar a estabilidade dos achados iniciais e possíveis melhorias no ajuste do modelo.

Tabela 9
Modelos de regressão

Modelo de regressão de Mínimos Quadrados Generalizados				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
ESG	<i>-10656078**</i>	<i>-36655472***</i>	-3174531	<i>-42158620 ***</i>
QDT	<i>208798253***</i>	<i>187782088***</i>	<i>179768545***</i>	<i>179163162***</i>
TAM	70130983	823469	40480369	<i>178052601***</i>
END	<i>-179711976***</i>	<i>-135747350*</i>	<i>-161117458**</i>	<i>-104538387**</i>
CRISE	-11934044	-93782571	24217824	<i>79438443**</i>
CRISEESG	<i>635836**</i>	<i>2804454*</i>	-	-
SPSESG	<i>-84855479***</i>	-	<i>-77998090***</i>	-
NDGESG	<i>121589724***</i>	-	-	<i>61184990***</i>
Estatísticas de validação do modelo proposto				
Teste Hausman	<i>30,505**</i>	<i>13,019*</i>	<i>10,124***</i>	<i>13,529*</i>
Teste Breusch-Pagan	<i>37,057***</i>	<i>22,63***</i>	<i>43,063***</i>	<i>47,364***</i>

Modelo de regressão de Mínimos Quadrados Generalizados				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Teste Wald	57,668***	53,919**	53,665***	55,834***
Teste Wooldridge	24,187***	24,722***	25,887***	25,810***
Teste de Chow	5,575***	4,819***	5,538***	4,878***
Modelo Escolhido	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo
VIF	2,213	2,343	2,245	2,653
R ²	0,711	0,555	0,702	0,676
AIC	8.466,478	8.687,063	8.684,723	8.684,021
BIC	8.502,310	8.729,410	8.720,556	8.719,854

Notas: Teste de Hausman - adequabilidade entre Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos; Teste Breuch Pagan - adequabilidade entre Pooled e Efeitos Aleatórios; Teste de Wald - Teste de verificação de ajuste global do modelo; Teste de Wooldridge - verificação de existência de autocorrelação entre os resíduos; Teste de Chow - adequabilidade entre Pooled e Efeitos Fixos; Teste de Wald Modificado - verificação da existência de heterocedasticidade dos resíduos. As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao analisar a Tabela 9 é possível observar que a manutenção do sinal dos coeficientes sugere que a direção das relações entre as variáveis principais, as interações e o EVA permanece estável independentemente de quais interações estão incluídas no modelo. Isso indica que os efeitos observados são robustos e não são influenciados por a inclusão de variáveis adicionais.

A estabilidade das significâncias dos coeficientes sugere que os efeitos das variáveis e das interações sobre o EVA são consistentes. A inclusão de todas as interações simultaneamente no modelo não altera a evidência estatística dos efeitos observados, o que reforça a confiança na validade dos resultados.

A robustez dos resultados é confirmada pelo fato de que as principais relações e interações permanecem inalteradas entre os modelos isolados e o modelo completo. Isso indica que as interações adicionais não introduzem efeitos espúrios ou distorções significativas.

A robustez do modelo estimado em função do EVA também foi avaliada com base na comparação dos critérios de ajuste entre o modelo completo e os modelos isolados. Os resultados mostram que o modelo completo, que inclui todas as interações simultaneamente, apresentou melhorias significativas nos critérios de ajuste.

O modelo completo (1) obteve os menores valores de AIC (Critério de Informação de Akaike) e BIC (Critério de Informação Bayesiano) em comparação com os modelos isolados (2 – 4). Esses critérios penalizam a complexidade do modelo e equilibram a qualidade do ajuste com o número de parâmetros. Valores menores de AIC e BIC indicam um ajuste melhor com menor penalização por complexidade. Portanto, a melhoria nos valores de AIC e BIC sugere que o modelo completo oferece um melhor equilíbrio entre o ajuste ao conjunto de dados e a simplicidade do modelo.

O modelo completo (1) apresentou um R^2 (coeficiente de determinação) superior, indicando uma maior proporção da variabilidade do EVA explicada pelo modelo. Um R^2 mais alto reflete um ajuste mais preciso e a capacidade do modelo de explicar melhor os dados. A melhoria no R^2 reforça a ideia de que o modelo completo captura de forma mais eficaz as relações entre as variáveis e o desempenho financeiro.

A combinação dos menores valores de AIC e BIC, juntamente com um R^2 mais elevado, comprova a robustez do modelo completo. Esses resultados indicam que a inclusão de todas as interações simultaneamente melhora significativamente o ajuste do modelo ao EVA. A robustez é evidenciada pela capacidade do modelo completo de oferecer um ajuste superior sem comprometer a simplicidade excessivamente, destacando a importância de considerar todas as interações para uma análise mais completa e precisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo apresentou como objetivo analisar a forma como a implementação de ações socialmente responsáveis pelas empresas que realizam IPO afetam o valor econômico agregado a elas atrelado. Apesar da hipótese inicial sugerir uma relação positiva entre o desempenho ESG e o EVA, os resultados obtidos indicam que a relação é, na verdade, negativa e significativa. Isso implica que, contrariamente ao esperado, o aumento no desempenho ESG está associado a uma diminuição no EVA.

Essa descoberta é crucial para revisar as premissas e expectativas sobre o impacto do desempenho ESG sobre a agregação de valor. Sendo assim, a pesquisa aponta que a prática de ações socialmente responsáveis não influenciou o valor econômico agregado às empresas amostradas. Esse achado corrobora com a literatura sobre a temática a qual aponta que os benefícios decorrentes de ações socialmente responsáveis não são perceptíveis, de maneira imediata, o que determina que o comprometimento com esse tipo de ação, no que tange aos benefícios percebidos, esteja vinculado a uma política de longo prazo.

Outro apontamento evidenciado pelo estudo, em relação a amostra analisada, remete ao fato de que o processo de implementação de ações socialmente responsáveis deve ser analisado de forma que possa ser adotada corretamente, por meio de apoio institucional, com vistas a aumentar a sua visibilidade. A partir da implementação cautelosa dessas ações, por meio da análise dos custos a elas atrelados, verifica-se a menor possibilidade de mitigação do fluxo de caixa das empresas e conseqüente redução de seus lucros.

Faz relevante destacar que a pesquisa aponta que, em períodos de recessão econômica, como o representado pela crise econômica de 2014 a 2015, tem-se que as adoções de políticas socialmente responsáveis, conjuntamente com adoção da governança corporativa, são capazes de aumentar o valor econômico agregado das empresas analisadas. Esse achado remete a importância da prática de ações socialmente responsáveis, em períodos recessivos, através da mitigação de prejuízos e proteção contra possíveis perdas decorrentes de turbulências econômicas.

No que tange as interações, tem-se uma relação significativa e positiva entre CRISE e ESG sugerindo que, durante períodos de crise, o impacto do desempenho ESG no EVA é mais evidente. No entanto, a relação geral ainda é negativa, indicando que, embora o ESG possa melhorar a resiliência durante crises, não compensa o efeito negativo geral sobre o EVA. A interação significativa e negativa entre SPS e ESG aponta que a alta participação em índices de sustentabilidade, combinada com um bom desempenho ESG, pode, na verdade, reduzir o EVA. Isso sugere que a relação entre sustentabilidade e desempenho financeiro é mais complexa e que a participação em índices de sustentabilidade pode não traduzir diretamente em agregação de valor. A interação significativa e positiva entre NDG e ESG revela que empresas com nível de governança exclusivamente privada apresenta bom desempenho ESG e tendem a ter um EVA elevado.

Por fim, a pesquisa evidencia também que empresas de maior porte e menor alavancagem tendem a apresentar maior valor econômico agregado.

Como limitação, o estudo apresenta a temporalidade da amostra analisada a qual se restringe ao período de 2011 a 2016. A ampliação amostral e temporal pode permitir que se analise os efeitos da crise Covid-19, conjuntamente com a adoção de ações socialmente responsáveis, sobre o valor econômico agregado das empresas amostradas, sendo esta uma sugestão para estudos futuros.

Outras sugestões para novos trabalhos seriam: explorar os impactos do desempenho ESG no EVA considerando setores específicos da economia; investigar a interrelação entre inovação e ESG, estudando como o grau de inovação das empresas (investimentos em P&D, por exemplo) interage com o desempenho ESG e afeta o EVA; comparar mercados emergentes com mercados desenvolvidos; avaliar os efeitos de regulamentações ESG, como políticas governamentais ou exigências de relatórios ESG, sobre o EVA; desmembrar os componentes ESG (ambiental, social, governança) de modo a verificar se isso afetaria o EVA de maneira positiva. E, por fim, explorar se e como a forma como as empresas comunicam suas práticas ESG ao mercado influencia a relação entre ESG e EVA.

REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., Zeghal, D., & Andaleeb, S. (2007). The effect of board's quality on performance: A study of Canadian firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 623-635.
- Affes, W., & Jarboui, A. (2023). The impact of corporate governance on financial performance: a cross-sector study. *International Journal of Disclosure and Governance*, 20(4), 374–394. <https://doi.org/10.1057/s41310-023-00182-8>
- Akinwande, M., Dikko, H. and Samson, A. (2015) Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable(s) in Regression Analysis. *Open Journal of Statistics*, 5, 754-767. doi: 10.4236/ojs.2015.57075
- Alexandrino, T. C. (2020). *Análise da Relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3* [Dissertação de Mestrado]. Universidade Federal de Pernambuco.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2010). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potencial. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229–254.
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & Moreira, B. C. de M. (2013). Determinantes de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. *Brazilian Review of Finance*, 11(2), 181–213. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n2.2013.5923>
- Ashley, P. A. (2005). *Ética e Responsabilidade Social nos Negócios*. Saraiva.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data* 3rd Edition England JW & Sons.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97, 71-86.
- Bayrakdaroglu, A., Ersoy, E., & Citak, L. (2012). Is there a relationship between corporate governance and value-based financial performance measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(2), 224-239.
- Behl, A., Kumari, P. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231-256.
- Beuren, I. M. (2008). *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade* (3rd ed.). Atlas.
- Borba, P. da R. F. (2005). *Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil* [Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/D.12.2005.tde-17082005-155828>
- Boubakri, N., Ghoul, S., Guedhami, O., Megginson, W. 2018. “The market value of government ownership.” *Journal of Corporate Finance*, 50, 44-64.

- Bowen, H. (1953). *Responsabilidades Sociais do Homem de Negócios*. University of Iowa Press.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2016). *Administração Financeira: teoria e prática* (3rd ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2016). *Administração Financeira: teoria e prática* (3rd ed.). Cengage Learning.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716.
- Cai, D., Jo, H., & Pan, C. (2012). Doing well while doing bad? CSR in controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 29, 923–947.
- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2012). Doing Well While Doing Bad? CSR in Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 467–480. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1103-7>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility. *Chicago*, 18(268–295).
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- CODACE. Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos. (2015). *Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia (Ibre), Fundação Getúlio Vargas.
- Colares, A. C. V., Bressan, V. G. F., Lamounier, W. M., & Borges, D. L. (2012). *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)*. 17, 83–100.
- Combey, A., & Togbenou, A. (2017). The Bank Sector Performance and Macroeconomics Environment: Empirical Evidence in Togo. *International Journal of Economics and Finance*, 9(2), 180. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n2p180>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 5–14.
- Cristófaló, R. G., Akaki, A. S., Abe, T. C., Morano, R. S., & Miraglia, S. G. E. K. (2016). Sustentabilidade e o mercado financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). *REGE - Revista de Gestão*, 23(4), 286–297. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.09.001>

- Dahlberg, L., & Wiklund, F. (2018). Dahlberg, L., & Wiklund, F. (2018). ESG Investing In Nordic Countries : An analysis of the Shareholder view of creating value. *Semanticsholar*.
- Davis, K. (1793). The Case for an Against Business of Social Responsibilities. *Academy of Management*, 16, 312–322.
- de Souza Barbosa, A., da Silva, M. C. B. C., da Silva, L. B., Morioka, S. N., & de Souza, V. F. (2023). Integration of Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria: their impacts on corporate sustainability performance. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 410. <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01919-0>
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Drucker, P. (2002). Organizations. *Harvard Business School*, 20(7), 281–293.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Friedman, M. (1970). A responsabilidade social das empresas é aumentar seus lucros. *The New York Times Magazine*.
- Friedman, M. (1985). *Capitalismo e liberdade*. Nova Cultural.
- Garcia, A. S. (2017). *Associações entre desempenhos financeiro e socioambiental: um estudo das circunstâncias em que vale a pena ser verde* [Tese de Doutorado]. Fundação Getúlio Vargas.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG Investing: *How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance*. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4th ed.). Atlas.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Hair, J.R., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman editora.

- Henock, M. S. (2019). Financial sustainability and outreach performance of saving and credit cooperatives: The case of Eastern Ethiopia. *Asia Pacific Management Review*, 24(1), 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2018.08.001>
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: what's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125–139.
- Irigaray, H. A. R., & Stocker, F. (2022). ESG: novo conceito para velhos problemas. *EBAPE*, 20(4).
- Leite, M., & Silva, T. P. (2018). Relação da Estrutura de Capital e do Valor Econômico Agregado no desempenho econômico em empresas industriais brasileiras e chilenas. *Revista Faculdade de Ciências Econômicas*, 27(1), 11–42.
- Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic management journal*, 31(2), 182-200.
- Liu, D., & Jin, S. (2023). How Does Corporate ESG Performance Affect Financial Irregularities? *Sustainability*, 15(13), 9999. <https://doi.org/10.3390/su15139999>
- Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why the IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 33(5), 3–37.
- Machado, M. R., Machado, M. A. V., & Corrar, L. J. (2009). Desempenho Do Índice De Sustentabilidade Empresarial (Ise) Da Bolsa De Valores De São Paulo. *Revista Universo Contábil*, 24–38. <https://doi.org/10.4270/ruc.2009211>
- Malik, T. L. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419–438.
- Manríquez, S., Gallegos, J., & Valenzuela, I. (2005). Análisis y aplicación de la medición y gestión del valor económico agregado (EVA) a una empresa que cotiza en la bolsa. *Capic Review*, 3, 4.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas* (3rd ed.). Atlas.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Nabilah Rahma, H., & Hersugondo, H. (2022). Impact of Corporate Social Responsibility on Economic Value Added: The Role of the Supply Chain Management Environment at LQ45 Indonesia. *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, 18(2), 113–129. <https://doi.org/10.33830/jom.v18i2.3492.2022>
- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022a). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. In *Borsa Istanbul Review* (Vol. 22, pp. S128–S140). Borsa Istanbul Anonim Sirketi. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>

- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022b). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
- Nguyen, D. T., Hoang, T. G., Phi, N. T. M., & Truong, T. H. H. (2023). Do ESG ratings mediate the relationship between board gender diversity and firm financial performance? Evidence from the U.S. Market. *The Economics and Finance Letters*, 10(2), 163–171. <https://doi.org/10.18488/29.v10i2.3396>
- Oliveira, A. L. (2002). *SA 8000: o modelo ISSO-9000 aplicado à Responsabilidade Social*. Qualitymark.
- Pandya, B. (2016). Impact of financial leverage on market value added: empirical evidence from India. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, 4(2), 40-58.
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of financial economics*, 142(2), 572-597.
- Pessanha, G. R. G., Calegario, C. L. L., Sáfyadi, T., & Ázara, L. N. (2012). Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(5), 101–134.
- Porterfield, D. (1976). Organization Communication. *Academy of Management*, 1(2).
- Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship. *Business & Society*, 36(4), 419–429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- R Core Team. (2024). A language and environment for statistical computing. *R Foundation for Statistical Computing*. Disponível em: <https://www.R-project.org/>.
- Rao, A., Dagar, V., Sohag, K., Dagher, L., & Tanin, T. I. (2023). Good for the planet, good for the wallet: The ESG impact on financial performance in India. *Finance Research Letters*, 56, 104093. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104093>
- Redecker, A. C., & Trindade, L. M. (2021). Práticas de ESG em Sociedades Anônimas de Capital Aberto: um diálogo entre a função social instituída pela lei 6.404/76 e a Geração de Valor. *PUC/RS*, 2, 59–125.
- Reis, C. N., & Medeiros, L. E. (2007). *Responsabilidade social das empresas e balanço social: meios propulsores do desenvolvimento econômico e social*. Atlas.
- Ribeiro, M. S., & Lisboa, L. P. (1999). Balanço Social. *Revista Brasileira de Contabilidade*, 115(12–20).
- Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26, 597–916.

- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO activity, pricing and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1975–1828.
- Rohendi, H., Ghozali, I., & Ratmono, D. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm value: the role of competitive advantage as a mediator. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2297446.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002). *Administração Financeira* (2nd ed.). Atlas.
- Santos, J., & Watanabe, R. (2005). Uma análise da correlação entre o EVA e o MVA no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. *Caderno de Pesquisas Em Administração*, 12(1), 19–32.
- Schiessl, D., Korelo, J. C., & Mussi Szabo Cherobim, A. P. (2022). Corporate social responsibility and the impact on economic value added: the role of environmental innovation. *European Business Review*, 34(3), 396–410. <https://doi.org/10.1108/EBR-03-2021-0071>
- Sharma, A. K. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200–220.
- Siegel, S., & Castellan Jr, N. J. (2006). *Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento*. Artmed Editora.
- Silva, E. H. D. R. da, Lima, E. P. de, Costa, S. E. G. da, & Sant’Anna, Â. M. O. (2015). Análise comparativa de rentabilidade: um estudo sobre o Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Gestão & Produção*, 22(4), 743–754. <https://doi.org/10.1590/0104-530X1889-14>
- Solomon, R. (1977). International Monetary System. *Harper & Row*.
- Steffen, H., & Zanini, F. (2012). Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 23, 102–115.
- Stern, J. M., Stewart, G. B., & Chew, D. H. (1991). The EVA Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32–46.
- Strand, R. (2013). The Chief Officer of Corporate Social Responsibility: A Study of Its Presence in Top Management Teams. *Journal of Business Ethics*, 112(4), 721–734. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1568-z>
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, 463–490.
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 29–44. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>
- Velte, P. (2017). Does ESG have an impact in financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.

- Vergara, S. C. (2006). *Métodos de pesquisa em administração* (2nd ed.). Atlas.
- Vital, J. T., Cavalcanti, M. M., Dalló, S., Moritz, G. de O., & Costa, A. M. (2009). A Influência da Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no Desempenho Financeiro das Empresas. *Revista de Ciências Da Administração*, 11(24).
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
- Wong, W. C., Batten, J. A., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Wooldridge, J. M. (2007). *Introdução a Econometria: uma abordagem moderna*. Cengage Learning.
- Yalçun, N., & Ünlü, U. (2018). A multi-criteria performance analysis of initial public offering (IPO) firms using critical and vikor methods. *Technological and Economic Development of Economy*, 24(2), 534–560.
- Yin, X. N., Li, J. P., & Su, C. W. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon*, 9(5).
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, 10(8), 2607. <https://doi.org/10.3390/su10082607>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371–3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>
- Zhou, R., Hou, J., & Ding, F. (2023). Understanding the nexus between environmental, social, and governance (ESG) and financial performance: evidence from Chinese-listed companies. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(29), 73231–73253. <https://doi.org/10.1007/s11356-023-27449-5>
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economics*, 62(3), 425–448.

TERCEIRA PARTE

4 CONCLUSÃO

Nessa seção são apresentadas as considerações finais da tese, mostrando uma síntese do que se alcançou com a pesquisa.

A tese tem como propósito responder à seguinte questão de pesquisa: qual é a relação entre as práticas ESG e a criação de valor nas empresas que realizam IPO's, considerando a maximização da riqueza e os benefícios associados à abertura de capital? Para responder esta questão, o trabalho teve como objetivo geral analisar as relações entre a criação de valor e os indicadores de desempenho sustentável (ESG) em empresas que realizam ofertas públicas iniciais (IPO's) no Brasil. Para atingir o objetivo geral, três objetivos específicos foram utilizados. O primeiro realizou um levantamento dos estudos desenvolvidos sobre Oferta Pública Inicial (IPO) e Agregação de Valor. O segundo, apresentou os estudos desenvolvidos acerca das práticas ESG (*Environment, Social and Governance*) mostrando sua importância como fator de competitividade nas empresas. E o terceiro objetivo propôs um modelo de medição de criação de valor integrando a variável quantitativa (EVA) com indicadores socioambientais presentes nas práticas ESG.

A relevância do tema justificou esta pesquisa no sentido de confrontar métricas financeiras com não financeiras. Por meio de variáveis quantitativas e qualitativas, o estudo procurou analisar os impactos na criação de valor para empresas que abrem o capital em bolsa de valores. Como contribuição social, o trabalho enfatizou as questões da responsabilidade corporativa e o impacto ambiental e social. Como contribuição empresarial, o estudo apontou a questão da competitividade e a importância da reputação e imagem da marca. E, como contribuição acadêmica, o trabalho abordou a questão da lacuna de pesquisa e a possibilidade do avanço do conhecimento na temática agregação de valor em oferta pública inicial.

Portanto, a tese alcançou o objetivo geral de analisar as relações entre a criação de valor e os indicadores de desempenho sustentável (ESG) em empresas que realizam IPO's no Brasil, contribuindo para o avanço do conhecimento em um campo de estudo ainda emergente e pouco explorado na intersecção entre finanças e sustentabilidade corporativa. A articulação dos três artigos, estruturados de forma sequencial e complementar, proporcionou uma compreensão

abrangente e multifacetada do tema, integrando aspectos teóricos, metodológicos e empíricos que sustentam a relevância e a inovação do estudo.

O primeiro artigo realizou uma ampla revisão sistemática da literatura sobre IPO's e agregação de valor, identificando lacunas significativas e propondo tendências futuras de pesquisas que vão além das análises tradicionais de precificação e desempenho. Ao destacar a incipiente abordagem sobre criação de valor, o artigo forneceu uma base sólida para conectar o tema aos indicadores ESG, o que foi aprofundado nos artigos subsequentes.

No segundo artigo, a análise das práticas ESG revelou não apenas o crescimento exponencial da temática na literatura acadêmica, mas também a sua consolidação como um pilar estratégico para a competitividade empresarial. Os achados reforçaram a importância das dimensões sociais, ambientais e de governança para o desempenho organizacional, especialmente em períodos de crise, ao mesmo tempo em que evidenciaram desafios como o risco de *greenwashing* e a necessidade de métricas mais robustas e integradas.

Finalmente, o terceiro artigo coroou a investigação ao propor um modelo inovador de medição de valor que integra o desempenho econômico, representado pelo EVA, com os indicadores ESG. Os resultados desafiantes (como a relação negativa entre ESG e EVA em determinados contextos) ressaltaram a complexidade das dinâmicas entre sustentabilidade corporativa e criação de valor econômico, sugerindo que a implementação das práticas ESG exige cautela, apoio institucional e um alinhamento estratégico com as especificidades dos setores e períodos econômicos analisados.

Ao responder à pergunta de pesquisa central sobre qual é a relação entre as práticas ESG e a criação de valor nas empresas que realizam IPO's, considerando a maximização da riqueza e os benefícios associados à abertura de capital, esta tese demonstrou a relevância de confrontar métricas financeiras e não financeiras. A pesquisa forneceu *insights* significativos para gestores, investidores e formuladores de políticas públicas, destacando as implicações práticas e estratégicas das ações socialmente responsáveis. Além disso, ofereceu contribuições acadêmicas relevantes ao endereçar lacunas críticas na literatura, especialmente no Brasil, onde os estudos sobre IPO's ainda carecem de maior atenção.

A justificação do estudo, ancorada na necessidade de promover um diálogo entre competitividade empresarial, reputação corporativa e responsabilidade socioambiental, foi reforçada por meio de descobertas que transcendem os resultados específicos. A tese não apenas amplia o entendimento sobre a dinâmica ESG no contexto das IPO's, mas também contribui para o debate mais amplo sobre como práticas sustentáveis podem, de fato, agregar valor, dependendo das condições contextuais e da forma como são implementadas.

O estudo aponta para a necessidade de aprofundamento em novas pesquisas. Entender por que ESG e EVA apresentaram uma relação significativa e negativa é crucial.

Pesquisas futuras poderiam explorar os impactos do desempenho ESG no EVA considerando setores específicos da economia, como tecnologia, energia ou agronegócio, por exemplo. Isso ajudaria a identificar setores onde o ESG possa ter um impacto mais positivo ou negativo, considerando as características específicas de cada setor. Dentro dessa mesma linha de pesquisa, poder-se-á investigar a interrelação entre inovação e ESG. Ou seja, estudar como o grau de inovação das empresas (investimentos em P&D, por exemplo) interage com o desempenho ESG e afeta o EVA.

Outra sugestão seria comparar mercados emergentes com mercados desenvolvidos. Seria interessante realizar uma comparação entre os resultados observados no Brasil e em mercados desenvolvidos, para verificar se a relação negativa entre ESG e EVA é um fenômeno global ou mais característico de mercados emergentes.

A avaliação dos efeitos de regulamentações ESG também poderia ser estudada. Ou seja, investigar o impacto de mudanças em regulamentações relacionadas a ESG no Brasil, como políticas governamentais ou exigências de relatórios ESG, sobre o EVA das empresas listadas.

Desmembrar os componentes ESG (ambiental, social, governança) de modo a verificar se isso afetaria o EVA de maneira positiva também é uma sugestão para estudos futuros. E, por fim, um estudo sobre a comunicação de práticas ESG poderia ser realizado. Explorar se e como a forma como as empresas comunicam suas práticas ESG ao mercado influencia a relação entre ESG e EVA. Uma comunicação efetiva poderia reduzir as percepções negativas e melhorar o valor percebido.

Concluindo, este trabalho consolida-se como um marco teórico e prático em um campo em ascensão, incentivando novos estudos que aprofundem as interações entre sustentabilidade e finanças. A tese não apenas preenche lacunas no conhecimento, mas também estabelece um convite explícito para que futuras pesquisas avancem na construção de um arcabouço teórico-metodológico mais robusto, capaz de conectar, de forma integrada, as dimensões de valor econômico e os compromissos sociais e ambientais das organizações.