

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

CASSANDRA TAÍS MARTINELLI

PRÁTICAS *ESG* E O RETORNO DE MERCADO DAS EMPRESAS.

PORTO ALEGRE

2022

CASSANDRA TAÍS MARTINELLI

PRÁTICAS ESG E O RETORNO DE MERCADO DAS EMPRESAS

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Orientador(a): Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

Porto Alegre

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

M385p Martinelli, Cassandra Taís.
Práticas ESG e o retorno de mercado das
empresas / por Cassandra Taís Martinelli. – 2022.
101 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale
do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2022.

“Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt”.

1. Environmental, social and governance (ESG).
2. Fama e french. 3. Retorno de mercado.
4. Refinitiv. 5. Empresas. 6. Sustentabilidade.
7. Investidores. I. Título.

CDU: 657:504.03

Catálogo na Publicação (CIP):
Bibliotecário Alessandro Dietrich - CRB 10/2338

CASSANDRA TAÍS MARTINELLI

PRÁTICAS ESG E O RETORNO DE MERCADO DAS EMPRESAS.

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Aprovado em (dia) (mês) (ano)

BANCA EXAMINADORA

ProfªDrª Clea Beatriz Macagnan

Prof. Drº Cristiano Machado Costa

ProfªDrª Sirlei Lemes – PPGCC – FACIC/UFU

AGRADECIMENTOS À CAPES

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Dedico ao meu filho, meu marido e meus pais.

AGRADECIMENTOS

Esses últimos dois anos foram intensos, entrar no mestrado é motivo de enorme alegria e gratidão. Primeiramente, gratidão a Deus por me permitir estar aqui com os meus para esse grande momento, e me auxiliar nessa grande caminhada.

O mestrado sempre foi meu grande sonho, e poder trilhar esse caminho só foi possível com a companhia de algumas pessoas: Agradeço ao meu esposo Juliano pelo apoio, compreensão, paciência e pelos cafés na madrugada. Gratidão ao meu filho Eduardo, pela paciência com minha ausência e pelos abraços que me davam ânimo para seguir. Agradeço aos meus pais Ari e Jorgina, em especial minha mãe, por todo o apoio.

Ao meu orientador, professor Dr. Roberto Frota Decourt, um agradecimento especial, por me apresentar o tema, por todas as orientações acadêmicas, impulso profissional, amparo pessoal, e por ser inspiração de força, disciplina, estudo e foco.

Agradeço ao professor Dr. Cristiano Machado Costa, sempre nos instigando a voos mais altos. Agradeço também a professora Dra. Clea Macagnan, Professor Dr. Manuel Rocha Armada e colegas do grupo de pesquisa Governança, que sempre contribuíram com ótimas ideias e sugestões para a pesquisa.

Aos amigos que o mestrado me presenteou, um carinho e agradecimento especial a Ana Flavia Ventura e Raul Ventura, meu amparo em momentos de desespero e dúvidas, e principalmente agradeço a ajuda na coleta de dados.

Aos colegas de caminhada nesse percurso do mestrado, um agradecimento a Pâmela Alves da Rosa, Camila Gandini e Eduardo Rosa Kras Borges, pelas trocas de conhecimento, amparo em meio as dúvidas o que fez essa caminhada mais prazerosa. Por fim, agradeço a Universidade do Vale do Sinos, aos professores do PPG e a CAPES, essa rede foi fundamental para a realização do meu sonho.

If I have seen farther than others,
it is because I stood on the shoulders of giants.

— SIR ISAAC NEWTON

RESUMO

A partir de estudos anteriores que apresentam a crescente relevância do *ESG* nas organizações para os investidores, torna-se importante analisar a relação do retorno de mercado das empresas com a adoção de práticas *ESG*. Dessa forma, o objetivo desta pesquisa é avaliar se as empresas de capital aberto com suas atividades pautadas nas práticas de *ESG* foram valorizadas com maior retorno de mercado em comparativo as empresas que não aderem as práticas *ESG*. O retorno esperado foi estimado com base na aplicação do modelo de Fama e French de 3(três) fatores, com dados coletados na base *Refinitiv* no período de 2015 a 2021, nos 19 (dezenove) países integrantes do G20. Assim, se obteve uma média de 22.000 observações, após a análise de regressão, constatou-se, no que se refere as práticas *ESG* e o retorno de mercado, uma baixa pontuação *ESG Score* com uma média geral de 0,130 (D +) o que indica baixo desempenho *ESG*, ou baixa transparência no relato de dados *ESG*. O pilar ambiental teve uma média geral de 0,100 (D), o pilar social uma média geral de 0,0140 (D -), o pilar governança uma média geral de 0,025 (D -). Com relação ao objetivo de pesquisa, o retorno de mercado possui pouca significância com as práticas *ESG* em relação a amostra pesquisada. Outros resultados importantes encontrados é a relação do Custo de Capital com as práticas *ESG*. Constatou-se que países com práticas *ESG* possuem menor custo de capital. Da amostra total 70% dos países possuem empresas com menor custo de capital em decorrência de estarem alinhadas com as práticas *ESG*.

Palavras-chave: *ESG*; Fama e French; retorno de mercado, Custo de Capital.

ABSTRACT

Based on previous studies that present the increasing relevance of ESG in organizations for investors, it becomes important to analyze the relationship between the market return of companies and the adoption of ESG practices. Thus, the objective of this research is to evaluate whether publicly traded companies with their activities based on ESG practices were valued with greater market return compared to companies that do not adhere to ESG practices. The expected return was estimated based on the application of the Fama and French model of 3 (three) factors, with data collected in the Refinitiv database from 2015 to 2021, in the 19 (nineteen) countries that are part of the G20. Thus, an average of 22,000 observations was obtained, after the regression analysis, it was found, with regard to ESG practices and market return, a low ESG Score with an overall average of 0.130 (D +) which indicates poor ESG performance, or low transparency in reporting ESG data. The environmental pillar had an overall average of 0.100 (D), the social pillar an overall average of 0.0140 (D -), the governance pillar an overall average of 0.025 (D -). Regarding the research objective, the market return has little significance with ESG practices in relation to the researched sample. Other important results found is the relationship between Cost of Capital and ESG practices. It was found that countries with ESG practices have a lower cost of capital. Of the total sample, 70% of the countries have companies with a lower cost of capital as a result of being aligned with ESG practices.

Keywords: *ESG; Fama and French; market return; Cost of Capital.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução dos conceitos.	24
<i>Figura 2</i> - Evolução do <i>ESG</i>	25
Figura 3 - Métricas de dados <i>ESG</i>	26
Figura 4 - Categorias <i>ESG</i>	35
Figura 5 - Pontuação <i>ESG SCORE</i>	36
Figura 6 - Síntese dos Resultados	52

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Média de Empresas Analisadas por País.	36
Gráfico 2 - Total de observação por país	37
Gráfico 3 – Distribuição da Classificação <i>ESG</i> das empresas.	38
Gráfico 4 – Distribuição da Classificação <i>ESG</i> das empresas no pilar <i>E</i>	39
Gráfico 5 - Distribuição da Classificação <i>ESG</i> das empresas no Pilar <i>S</i>	39
Gráfico 6 – Distribuição da Classificação <i>ESG</i> das empresas no Pilar <i>G</i>	40

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Subcategorias de fatores <i>ESG</i>	27
Quadro 2 - Classificação <i>ESG Score</i>	38
Quadro 3 - Descrição das variáveis	41
Quadro 4 - Regressão Amostra Geral.....	46
Quadro 5 - Síntese dos Resultados	52

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística Descritiva	44
Tabela 2 - Matriz de Correlação de variáveis independentes estudadas.	45
Tabela 3 - Matriz de correlação de variáveis independentes estudadas	46
Tabela 4 - Resultado Regressão FF - Retorno X ESG.....	47
Tabela 5 - Resultado Regressão Modelo FF retorno de mercado X Pilar E.....	49
Tabela 6 - Resultado de Regressão do modelo FF X pilar S.	50
Tabela 7 - Resultado do modelo de FF retorno de mercado X pilar G	51
Tabela 8 - Resultado do modelo de FF WACC X ESG	53
Tabela 9 - Resultado do modelo de FF WACC X Pilar E	54
Tabela 10 - Resultado do modelo de FF WACC X S	54
Tabela 11 - Resultado do modelo de FF WACC X G	55

LISTA DE SIGLAS

<i>CAPM</i>	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
<i>ESG</i>	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EUA	Estados Unidos da América
G20	Grupo dos 20
WACC	Weighted Average Capital Cost

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	17
1.1 Problema de Pesquisa.....	18
1.2 Objetivo.....	19
1.3 Delimitação do Estudo.....	19
1.4 Justificativa e Relevância do Estudo.....	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	22
2.1 Teoria dos Stakeholders.....	22
2.2 Environmental, Social and Governance (ESG).....	23
2.3 Retorno de Mercado por Fama e French.....	27
2.4 Custo de capital.....	31
2.5 Desenvolvimento das Hipóteses.....	31
3 METODOLOGIA.....	34
3.1 População, coleta e amostra.....	34
3.2 Pontuação ESG Score.....	37
3.3 Variáveis.....	40
3.3 Modelo Econométrico.....	42
4 resultados e análises.....	44
4.1 Estatística Descritiva Amostra Geral.....	44
4.2 Discussão dos Resultados.....	46
6 CONCLUSÃO.....	57
REFERÊNCIAS.....	59
Apêndices.....	65
Apêndice A – Resultados Da Regressão País: África Do Sul – ESG, E, S, G.....	65
Apêndice B – Resultados Da Regressão País: Alemanha – ESG, E, S, G.....	67
Apêndice C – Resultados Da Regressão País: Arabia Saudita – ESG, E, S, G.....	69
Apêndice D – Resultados Da Regressão País: Austrália – ESG, E, S, G.....	71

<i>Apêndice E – Resultados Da Regressão País: Canadá – ESG, E, S, G.....</i>	<i>73</i>
<i>Apêndice F – Resultados Da Regressão País: China – ESG, E, S, G.....</i>	<i>75</i>
<i>Apêndice G – Resultados Da Regressão País: Brasil – ESG, E, S, G.....</i>	<i>77</i>
<i>Apêndice H – Resultados Da Regressão País: Coreia do Sul – ESG, E, S, G.....</i>	<i>79</i>
<i>Apêndice I – Resultados Da Regressão País: EUA – ESG, E, S, G.....</i>	<i>81</i>
<i>Apêndice J – Resultados Da Regressão País: França – ESG, E, S, G.....</i>	<i>83</i>
<i>Apêndice K – Resultados Da Regressão País: Índia – ESG, E, S, G.....</i>	<i>85</i>
<i>Apêndice L – Resultados Da Regressão País: Indonésia – ESG, E, S, G.....</i>	<i>87</i>
<i>Apêndice M – Resultados Da Regressão País: Itália – ESG, E, S, G.....</i>	<i>89</i>
<i>Apêndice N – Resultados Da Regressão País: Reino Unido – ESG, E, S, G.....</i>	<i>91</i>
<i>Apêndice O – Resultados Da Regressão País: Rússia – ESG, E, S, G.....</i>	<i>93</i>
<i>Apêndice P – Resultados Da Regressão País: Japão – ESG, E, S, G.....</i>	<i>95</i>
<i>Apêndice Q – Resultados Da Regressão País: México – ESG, E, S, G.....</i>	<i>97</i>
<i>Apêndice R – Resultados Da Regressão País: Argentina – ESG, E, S, G.....</i>	<i>99</i>
<i>Apêndice S – Resultados Da Regressão País: Turquia – ESG, E, S, G.....</i>	<i>101</i>

1 INTRODUÇÃO

A Sustentabilidade é uma herança do século 20. Os termos responsabilidade corporativa, responsabilidade social e sustentabilidade, amplamente discutidos (SAËTRA, 2021), possibilitaram o espaço para os termos negócios de impacto, capitalismo de *stakeholders*, crise climática e *ESG* nas pautas das atuais reuniões (FAMA, 2021; JANICKA; SAJNÓG, 2022). Em meados de 1990, as questões ambientais estavam em foco nas reuniões mundiais (CHU *et al.*, 2021), com o passar dos anos as ações sociais e de governança, passaram a ter destaque, forçando os executivos a priorizar a transparência nas divulgações de suas práticas sustentáveis (PEDRON *et al.*, 2021). Com a presente atuação dos *stakeholders*, houve uma mudança nas dinâmicas das organizações. Passou-se a retratar nos relatórios ações além do nível legalmente exigido, mas que apresentem as práticas *ESG* efetivas no meio corporativo (ELIWA; ABOUD; SALEH, 2021; PEDRON *et al.*, 2021).

Os termos ambientais (*E – environmental*), sociais (*S – social*) e de governança (*G – governance*), formam um tripé na nova visão organizacional global, com uma perspectiva de criação de valor a longo prazo, com uma visão positiva perante os investidores e *stakeholders* (NASCIMENTO, 2021). A pesquisa realizada pela *Deloitte Millennial Survey* (2016) evidenciou que 87% dos pesquisados acreditam que “o sucesso de um negócio deve ser medido além do seu desempenho financeiro”. A Pesquisa Global realizada pelo *CFA Institute* (2017) indica que 73% dos investidores institucionais consideram as questões *ESG* como uma matriz essencial em suas decisões de investimento, principalmente devido à demanda de seus clientes (FORBES, 2019).

Estudos recentes mostram que as informações *ESG* estão associadas a vários efeitos economicamente significativos (BENTATA; NGUYEN, 2022), o que gerou uma concentração de trabalhos acadêmicos em entender essa ligação entre as pontuações *ESG* e o desempenho financeiro corporativo (ERATALAY; CORTÉS ÁNGEL, 2022; JANICKA; SAJNÓG, 2022). Estudos recentes têm apresentado uma relação positiva entre a avaliação *ESG*, o desempenho operacional e a avaliação de mercado, implicando em maiores expectativas de lucros, apresentando assim um potencial retorno com base nos fatores ambientais e de governança (ERATALAY; CORTÉS ÁNGEL, 2022; JANICKA; SAJNÓG, 2022; VU; LEHKONEN; JUNTILA, 2022).

No âmbito da pesquisa percebe-se que o *ESG* é crucial, uma vez que difunde um conjunto de diretrizes e indicadores para a avaliação da sua força por parte das organizações, nos negócios, no meio ambiente e na sociedade (ALBUQUERQUE *et al.*, 2020; MUÑOZ-TORRES *et al.*, 2019; NASCIMENTO, 2021). Uma empresa é considerada dentro das dimensões *ESG*, quando seus objetivos estão em conformidade com a preservação ambiental, a responsabilidade social e boas práticas de governança (DECOURT, 2022).

Diante do cenário atual, segundo ATZ; VAN HOLT; LIU, (2020); RUAN; LIU, (2021) há uma crescente busca por entender os impactos do *ESG* no mundo corporativo. Os autores mencionam que existe uma motivação empírica para as pesquisas sobre *ESG*: (i) estudos sobre o desempenho financeiro das empresas com iniciativas de sustentabilidade; (ii) estudos que analisam o desempenho financeiro de fundos, carteiras ou índices *ESG*; (iii) estudos que analisam um tema específico, exemplo: a mudança climática, assunto que possa ser relevante para gestores e investidores.

Com o advento da pandemia em 2020, se difundiu o modelo de negócio com foco em retorno para os *Stakeholders* (SINGH, S. *et al.*, 2021), com essa mudança houve pela primeira vez em dez anos a inclusão do termo meio ambiente como um dos principais riscos globais no relatório anual do Fórum Econômico Mundial (AMBIMA, 2020). Essa mudança impactou principalmente os países integrantes do G20 – África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia, pois são as maiores economias desenvolvidas e em desenvolvimento, que possuem preocupações comuns no âmbito ambiental (MAHAJAN; MAJUMDAR, 2021).

1.1 Problema de Pesquisa

Nos últimos anos, a análise sobre *ESG* (*environmental, social and governance*) tem sido parte importante do processo de investimento, esse fato é derivado da crescente atenção à sustentabilidade e ao impacto social, resultante do processo de investir em um negócio ou empresa (CAPORALE *et al.*, 2022). É importante destacar que estudos realizados apontam que o mercado financeiro vem recompensando as empresas com boa pontuação *ESG*, enquanto que uma pontuação *ESG* baixa, pode

significar um indicador de maior risco, visto que a empresa pode estar sendo gerida de forma menos eficiente do que as demais do mesmo setor (TUCKER III; JONES, 2020). Com as pressões impostas pelos diferentes *stakeholders*, percebe-se que existe uma crescente preocupação com a gestão e práticas sustentáveis, bem como suas divulgações (HALEEM *et al.*, 2022).

A importância dos critérios *ESG* na criação de valor das empresas as têm conduzido a intensificar os seus esforços na integração dos critérios *ESG* nas suas atividades e no fornecimento de dados extra financeiros exigidos pelos *stakeholders* (IONESCU *et al.*, 2019). A presente pesquisa busca responder à seguinte questão: **qual a relação entre as práticas *ESG* (*environmental, social and governance*) e o retorno de mercado de empresas?**

1.2 Objetivo

Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre as práticas *ESG* (*environmental, social and governance*) com o retorno de mercado e o custo de capital de empresas de capital aberto.

1.3 Delimitação do Estudo

Esta pesquisa visa realizar através da literatura já existente, maior compreensão e análise sobre as práticas *ESG* e se existe retorno de mercado para as empresas que optam por divulgar suas informações. O objetivo será alcançado através da coleta de dados disponíveis na base *Refinitiv*, serão analisados os dados das empresas disponíveis nos 19 países integrantes do G20 no período de 2015 a 2021. Será usado o modelo de regressão de Fama e French de 3 fatores, onde será acrescido da variável *ESG* para as devidas análises.

1.4 Justificativa e Relevância do Estudo

ESG não se trata de filantropia, mas sim de rendimentos baseados em práticas conscientes de mercado a longo prazo ([B]³, 2021) e, embora não seja um assunto novo, se destacou como tema de pesquisa após o ano 2020 com o avanço da pandemia. Entende-se que é um campo de muitas possibilidades para estudos e

pesquisas. Tem relevância cientificamente, pela amplitude de entendimento sobre as empresas que optam por ter em suas práticas cotidianas ações voltadas para a sustentabilidade, bem como abre lacunas para futuras pesquisas e amplia o conhecimento sobre *ESG* e retorno de mercado. Vislumbrando ampliar o conhecimento nessa área, durante a leitura sobre o tema central percebeu-se uma crescente interferência dos *Stakeholders* nas decisões das empresas sobre práticas *ESG*. Desde meados de 1990, as organizações passaram a se envolver cada vez mais com divulgações voluntária, tendo assim como condutores de boas práticas socioambientais corporativas. Com essa nova atitude corporativa, a busca por diferenciação frente aos concorrentes na captação de investidores se torna evidente (LAVIN; MONTECINOS-PEARCE, 2021).

O principal objetivo da empresa era (e ainda é) criar valores para as partes interessadas (SIGNORI *et al.*, 2021). Essa criação de valor é importante, pois demonstra para os investidores que a companhia possui liquidez, cobertura dos analistas e governança corporativa. Corroborando, Serra e Wickert (2021) destacam que o retorno de mercado da empresa é o valor econômico que os agentes de mercado estão atribuindo a empresa. E o conceito *ESG* tem sido peça fundamental para que padrões de comportamento corporativo sofresse mudanças, inicialmente com as pautas de reuniões e relatórios entre gestores e investidores, estimulando a transparência da divulgação das informações bem como a instigando empresas a adesão de relatórios de sustentabilidade (CHU *et al.*, 2021).

Pesquisas sobre *ESG* ao longo dos anos possuem várias abordagens. O estudo de Linhares e Fernandes (2020) aborda a análise sobre os investimentos em ações de empresas classificadas como *ESG*, o qual o estudo demonstra que apresentavam bom desempenho financeiro devido ao investimento com bom retorno no longo prazo, o estudo ainda destaca o retorno maior nas empresas de países emergentes. A relação entre as práticas corporativas sustentáveis e o desempenho financeiro foi o tema abordado por ALSHEHHI; *et al.*, (2018), o estudo apresentou as tendências em desenvolvimento e os impeditivos para o consenso dessa relação, o que segundo os autores ainda foi inconclusivo, sendo necessário mais pesquisa sobre essa relação.

A pesquisa de ANTONCIC *et al.*, (2020) evidencia que ainda existe muito conflito por parte dos gestores dos ativos. Desse modo, os autores buscaram entender a relação da geração alfa e as métricas *ESG*, com relação aos objetivos de

desenvolvimento sustentável. Além disso, os resultados mostraram que as métricas *ESG*, alfa e os ODS, possuem uma ligação positiva. Sendo assim, o presente estudo se diferencia das pesquisas anteriores por analisar a relação existente ou não das empresas que aderiram ao *ESG* e retorno de mercado. Essa análise se dará em 19 países do G20, podendo assim contribuir para a literatura com amplitude.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo será apresentado a fundamentação teórica que serviu como base para a pesquisa. Foi abordado os assuntos Teoria dos Stakeholders, ESG e Retorno de Mercado. Após será desenvolvida e apresentada a hipótese da pesquisa.

2.1 Teoria dos *Stakeholders*

O termo *Stakeholders* surgiu em meados de 1963 em um memorando interno no *Stanford Research Institute* (FAMA, 2021). Na década de 70, houve o crescente interesse pelos estudiosos em desenvolver teorias de administração que auxiliassem a entender e explicar os problemas que envolviam os altos níveis de incertezas e mudanças (FREEMAN; WICKS; PARMAR, 2004). O conceito mais conhecido sobre a teoria dos *Stakeholders* é o apresentado por *Edward Freeman* em 1983, com o intuito de entender a dinâmica dos negócios (PARMAR *et al.*, 2010), e os problemas de criação de valores e comércio (FREEMAN; DAVID, 1983), tendo como principal objetivo a ênfase que todos os envolvidos são importantes para as tomadas de decisão e não apenas os acionistas.

O conceito de *Stakeholders* está relacionado à gestão organizacional e à ética nos negócios (FREEMAN; DAVID, 1983). A teoria se desenvolveu nas áreas de planejamento estratégico corporativo, teoria dos sistemas, responsabilidade social e teoria organizacional, conforme destacado por Freeman (2010). Dessa forma, a estratégia considerada de sucesso é aquela que integra os interesses de todos os *Stakeholders*, sem privilegiar um grupo em detrimento dos demais (FREEMAN, 2017; PARMAR *et al.*, 2010). Rabelo e Silva (2011) corroboram ao afirmar que, *Stakeholders* são os acionistas ou proprietários do negócio. Signori *et. al.*, (2021) argumenta que a teoria dos *Stakeholders* prevê uma empresa engajada com os *Shareholders* na criação conjunta de valores. Sendo efetivamente com o apoio e engajamento de todos os públicos de relacionamento que uma empresa pode criar valor (PEDRON *et al.*, 2021).

A teoria dos *Stakeholders* aborda uma percepção nova sobre três problemas de gestão interconectado: o problema de entender como o valor é criado e comercializado, o problema de conectar ética e capitalismo e o problema de ajudar os gestores a pensar sobre gestão interligando os dois primeiros problemas (FREEMAN; PHILLIPS; SISODIA, 2020). A teoria retrata que se for adotado como uma unidade de

análise a relação entre a empresa e as partes que podem afetá-la, se terá uma melhor percepção sobre os três problemas.

Devido a diversificação de conceito atribuído aos *stakeholders*, alguns autores se dedicaram às suas próprias análises, após estudar os diferentes conceitos (FREEMAN; PHILLIPS; SISODIA, 2020). Segundo Donaldson e Preston (1995) o conceito atribuído à teoria pode ser dividido em três grupos: (i) Descritivo/Empírico – a empresa é entendida como um conjunto de conexões, descrevendo algumas características próprias da organização; (ii) Instrumental – preocupação em verificar a conexão ou a falta dela entre o processo de gestão e os objetivos da empresa; (iii) Normativo – utilizada para a interpretação das funções da empresa. Segundo Greenwood (2001), a teoria possui duas prioridades: (i) identificar e descrever os grupos de interesse; (ii) ponderar a relação da organização com os *stakeholders*. E corroborando com a análise de Greenwood, Friedman e Miles (2006) dividiram seus estudos em dois assuntos distintos, um vinculado a uma ação estratégica onde contextos necessários à sobrevivência das empresas são abordados e o outro ponto distinto está vinculado aos aspectos legais, institucionais que está ligado ao relacionamento com os *stakeholders*.

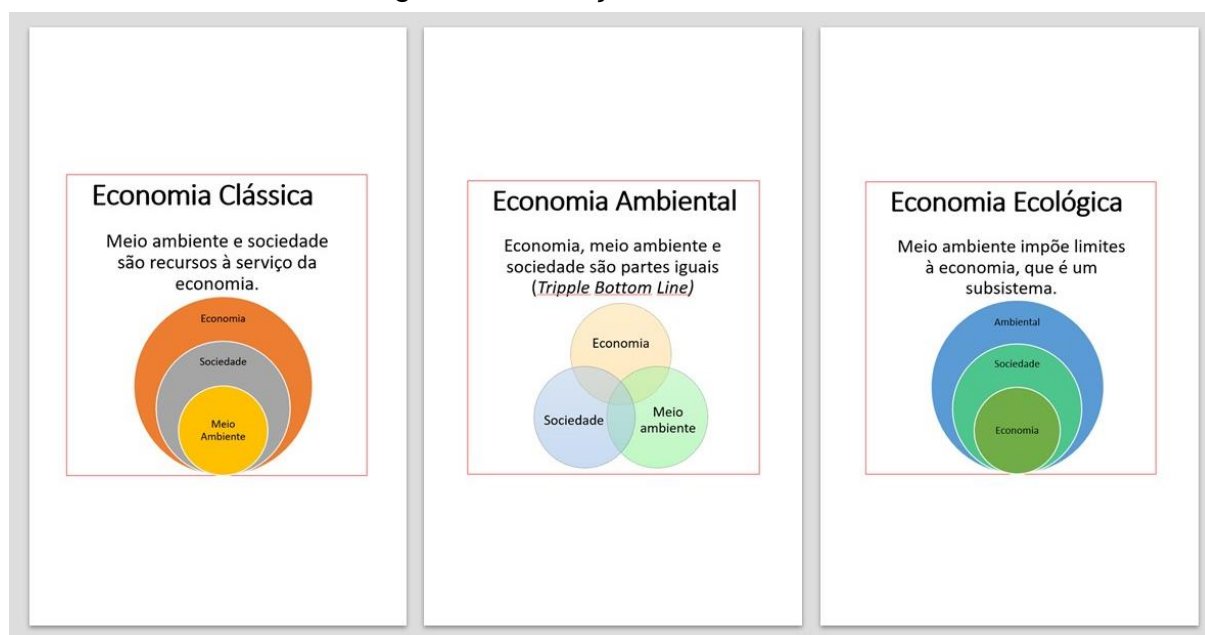
A teoria dos *stakeholders* pode ser descrita através da funcionalidade dos negócios e como poderiam trabalhar com maior eficiência (ONCIOIU *et al.*, 2020), integrando todos os interessados no processo (FRIEDMAN, A. L.; MILES, 2006). Está pautada na criação de valor e como gerenciar um negócio de uma forma eficaz (FREEMAN, 2017), e a preocupação das organizações em atender aos interesses, não só dos acionistas, mas de todas as partes interessadas no negócio, contribui com investimentos nas práticas de desenvolvimento sustentável nas empresas (PARADIS; SCHIEHLL, 2021).

2.2 Environmental, Social and Governance (ESG)

O acrônimo *ESG - Environmental, Social and Governance*, em inglês, ASG - Ambiental, Social e Governança, em português, é uma expressão internacional usada para identificar e mencionar os componentes ambientais, sociais e de governança associados à sustentabilidade e à informação não financeira (HAO; RENNEBOOG, 2019). Com o advento da pandemia, o termo *ESG* se alastrou pelas mídias, sendo rapidamente aceito pelas elites financeira, empresarial e acadêmica, reforçando o

conceito de que *ESG* está vinculado ao complexo desafio socioambiental do atual momento mundial, reforçando assim que os limites à sociedade, a economia, são estabelecidos pelo meio ambiente, e não o contrário como prevê a economia clássica (FAMA, 2021; HAO; RENNEBOOG, 2019; ZINGALES; KASPERKEVIC; SCHECHTER, 2020). A figura 1 demonstra sinteticamente o posicionamento da sociedade frente a assuntos ligados ao meio ambiente. Essa mudança ao longo dos anos demonstra a maturidade e seriedade diante do tema.

Figura 1 - Evolução dos conceitos.



Fonte: Adaptado de Kurucz, Colbert, & Marcus (2014)

Os conceitos de sustentabilidade surgiram em meados de 1990 e o termo *ESG* teve seu início em 2004; contudo, só teve representatividade após o ano de 2018 (RUSU, 2020; ARMSTRONG, 2020). O termo desenvolvimento sustentável, como era conhecido está relacionado ao “*triple bottom line*”, que está integrado ao estudo realizado pela Comissão Mundial sobre Meio Ambiente das Nações Unidas, mais conhecido como Relatório *Brundtland* e tinha como lema: “sustentabilidade é o desenvolvimento que satisfaz as necessidades atuais sem comprometer a habilidade das futuras gerações em satisfazer suas necessidades” (WCED, 1987). Desde o período histórico até os dias atuais, surgiram diversas organizações que guiaram os debates. A figura 2 apresenta um resumo dos marcos importantes da evolução do *ESG* ao longo da história (LOKUWADUGE; HEENETIGALA, 2017).

Figura 2 - Evolução do ESG

Fonte: Adaptação de (AMBIMA, 2020; CFA SOCIETY UNITED KINGDON, 2020; NASCIMENTO,



2021)

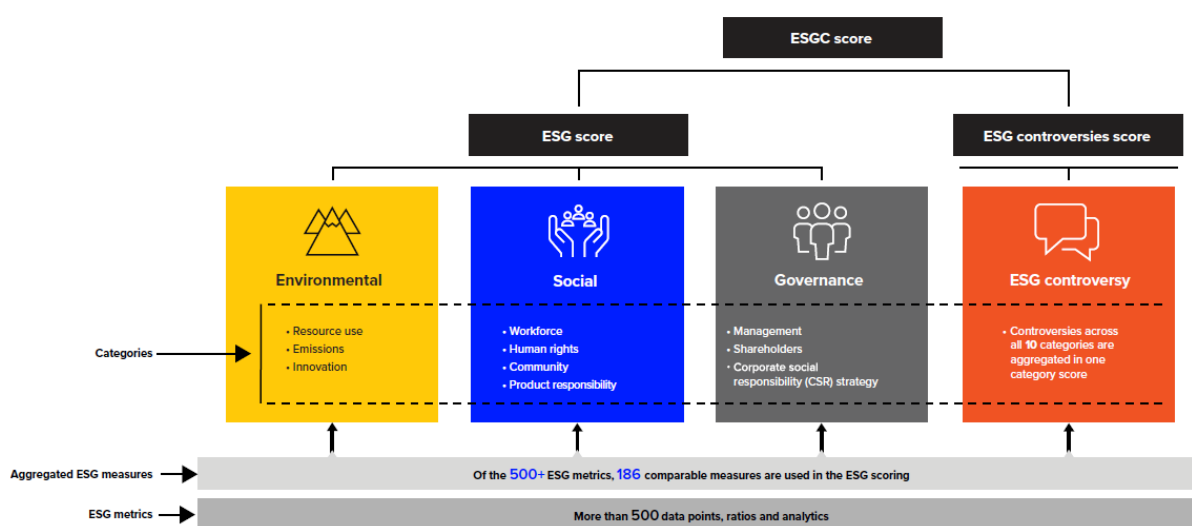
Em termos mais específicos, a dimensão Ambiental (*E*) regula o impacto de uma empresa no ecossistema natural. Compreendendo assim, por exemplo, suas emissões de gases, o uso eficiente de recursos naturais no processo de produção (por exemplo, em termos de energia, água ou materiais), poluição e resíduos (por exemplo, derramamentos de óleo), bem como inovação para ecodesign de seus produtos (UN PRI, 2014). A seguir, a dimensão Social (*S*) abrange a relação da empresa com sua força de trabalho, clientes e sociedade. Como tal, inclui, por exemplo, seus esforços para manter trabalhadores leais e clientes satisfeitos (AHLKLO; LIND, 2018). A dimensão Governança (*G*) está associada organização do conselho, diversidade dos conselhos, relacionamento com os *stakeholders*, respeito às políticas, regras e normas, transparência e ética e relacionamento com os minoritários. Isso inclui salvaguardar os direitos dos acionistas (FREEMAN, 2017), determinando um conselho com bom funcionamento, políticas bem projetadas de remuneração de executivos e prevenção de práticas ilegais como fraude e suborno (PARMAR *et al.*, 2010).

Quando tratado os temas: ambiental, social e governança corporativa, pelo viés das organizações, representa o entendimento e consideração de seu contexto de negócios na tomada de decisão estratégica. Segundo BUOSI (217) pode-se estudar as questões *ESG* através do conceito econômico da externalidade. A produção de bens e serviços naturalmente gera impactos para a sociedade e o meio ambiente, contudo entender e minimizar esses impactos deve ser uma preocupação de toda a sociedade (VAN DUUREN; PLANTINGA; SCHOLTENS, 2016).

A integração *ESG* à análise de investimentos não exige nenhum critério fixo para inclusão ou exclusão. Buosi (2017) defende que a integração dos riscos e oportunidades *ESG* na análise de investimentos é relevante para todos os investidores. O investimento sustentável é um dos segmentos com crescimento mais rápido na indústria de gestão de ativos, bem como um dos mais complexos (ULRICH, 2016; IOANNOU; SERAFEIM, 2017). O volume de ativos geridos que consideram questões *ESG* na tomada de decisão apresenta crescimento expressivo ao longo dos últimos anos. Contudo entender sua evolução e quais são suas perspectivas de futuro, são de extrema importância (ANTONCIC et al., 2020).

Os fatores *ESG* são utilizados para indicar quando um negócio busca forma de minimizar seu impacto no meio ambiente, possibilitando um ambiente corporativo mais produtivo, com relações interpessoais saudável e melhoras nos processos administrativos (SHAIKH, 2021). Para uma análise dos índices não financeiros os investidores observam os três principais: ambiental, social e governança, fatores separadamente que alinhado a uma série de subcategorias atingem uma clareza de informação para análises consistentes (THOMSON REUTERS, 2017, p.6). Na figura 3 pode-se observar as categorias e subcategorias que são avaliadas na base *Refinitiv*.

Figura 3 - Métricas de dados *ESG*



Fonte: Thomson Reuters Refinitiv (2021)

Com a mudança de pensamento das novas gerações, o termo *ESG* se tornou conhecido e difundido no meio corporativo. Empresas que possibilitam produzir e se desenvolver conjuntamente com melhorias ambientais, sociais e de governança

conforme destacado por estudos já realizados podem influenciar de forma positiva ou negativa o valor da empresa para os acionistas e no desempenho financeiro (CAPORALE *et al.*, 2022; JANICKA; SAJNÓG, 2022).

No quadro 1 estão apresentadas as subcategorias dos fatores *ESG*:

Quadro 1 - Subcategorias de fatores *ESG*

Ambiental (E)	Social (S)	Governança (G)
Alterações Climáticas	Capital Humano	Suborno e Corrupção
Emissão de Gases	Padrões de Trabalho	Lobby político e doações
Resíduos e Poluição	Privacidade e segurança de dados	Estratégia Tributária
Energia renovável	Oposição das partes interessadas	Diversidade do conselho e estrutura
Construção verde	Relações entre empregados	Salários
Estresse Hídrico	Diversidade de funcionários	Ética empresarial e gestão de fraude
Capital Natural	Condições de saúde e segurança	Acionistas
Desmatamento	Direitos Humanos	Estratégia de RSC

Fonte: PRI (2020) e Thomson Reuters Refinitiv (2020)

Dessa forma, percebe-se que é crescente a preocupação das organizações com suas práticas voltadas ao social, ambiental e de boas práticas de governança. Estudos demonstram que os stakeholders estão buscando informações sobre *ESG* nas organizações para decisões financeiras (LAVIN; MONTECINOS-PEARCE, 2021).

2.3 Retorno de Mercado por Fama e French

Retorno de mercado é a recompensa do investidor pelo seu investimento. A argumentação de que o retorno esperado das ações das empresas deve ser relacionado positivamente com seu risco é bastante comum (ROSS, *et. al*, 2015). Em essência, o gerenciamento de uma carteira de investimentos busca essa relação entre o maior retorno e o menor risco. Contudo em regra, os ativos com retornos superiores

se encontram em cenários mais arriscados, e o contrário também (PHILBRICK; BUTLER; GORDILLO; FABER, 2012).

O risco do investimento está relacionado à volatilidade histórica de seus retornos (LOPES, 1987). Dessa forma, pode-se considerar que quanto maior sua inconstância, maior a incerteza de que o retorno médio do ativo se realizará de fato. Essa inconstância de resultados não agrada investidor com perfil mais racional, que pode optar pela redução de seu retorno para uma maior certeza do ganho (BUSSE, *et al.* 2015). Nesse sentido o risco pode ser separado em dois tipos: os riscos sistemáticos - que envolvem todo o mercado e os riscos não-sistemáticos - são os riscos individuais de cada investimento ou de determinado setor (SOUZA; MASSARDI; PIRES; CIRIBELI, 2017). Sendo no segundo tipo que se concentram os maiores esforços da gestão de riscos por parte das empresas e investidores.

No mercado financeiro existem diversos métodos e formas para avaliar o investimento em um ativo, o modelo de precificação de ativos de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Blach (1972) há muito moldou a maneira como acadêmicos e profissionais pensam sobre retornos médios e risco. Nesse contexto, segundo Ross *et. al.* (2015) os economistas em condições plausíveis, calculam o retorno esperado através do modelo conhecido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). O CAPM é um modelo que analisa a relação entre o risco e o retorno que se espera de um investimento (FAMA; FRENCH, 2006).

Estudos realizados por Fama e French (1992) apresentam para a literatura de finanças um novo modelo de precificação de ativos, tirando assim o foco do CAPM. Esse estudo retrata que duas variáveis facilmente mensuráveis, tamanho e valor patrimonial *book-to-market*, combinam-se para capturar a variação transversal nos retornos de ações médios associados ao β de mercado, tamanho, alavancagem, patrimônio *book-to-market* e índices de preço-lucro. Quando realizado os testes podem se ter uma variação em β que não possui relação com o tamanho, relação entre o β de mercado e os retornos médios pode ser plana, mesmo quando é a única variável explicativa (FAMA, E. F. AND FRENCH, 1992).

Fama e French (1992) argumentam que quaisquer que sejam as causas econômicas subjacentes, o principal resultado é direto. Duas variáveis facilmente mensuráveis, tamanho (ME) e patrimônio líquido *book-to-market* (BE/ME), fornecem uma caracterização simples e poderosa da seção transversal dos retornos médios das ações para o período 1963-1990.

O modelo de três fatores de Fama e French (1992) tem sido amplamente utilizado, tanto no meio acadêmico quanto no meio profissional.

Equação de Regressão do Modelo de Três Fatores de Fama e French(1992):

$$R_{it} - R_{Ft} = a_i + b_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

Onde:

$R_{it} - R_{Ft}$ representa o retorno esperado;

$a_i + b_i (R_{Mt} - R_{Ft})$ representa o prêmio de risco de mercado;

$s_i SMB_t$ representa o fator de Tamanho (preço \times número de ações);

$h_i HML_t$ representa o fator Book-to-Market Equity;

ε_{it} representa o resíduo da regressão.

A partir das descobertas de Fama e French (1992), outros autores passaram a investigar e a testar o modelo. Fama *et al.* (1993) explicam as diferenças entre os retornos na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e na National Association of Security Dealers (NASD). As ações na NYSE apresentaram retornos médios mais elevados do que as ações de tamanho semelhante no NASD durante o período de teste. Eles usaram o modelo de três elementos de Fama e French para explicar a diferença. Sua análise demonstrou que o motivo dessa variação é a diferença entre o risco das ações, que é capturado pelo modelo de três fatores de risco de Fama e French.

A argumentação que as ações com alta sensibilidade tendem a ser firmas com lucros persistentemente baixos, o que leva a preços baixos das ações e altos índices patrimoniais *book-to-market* (FAMA, E. F. AND FRENCH, 1992). As ações com baixa sensibilidade ao fator de risco *book-to-market* tendem a ter lucros persistentemente altos, o que leva a um BE/ME baixo. Eles concluem que o *book-to-market* é o fator de risco mais importante que explica a diferença nos retornos entre as ações da NYSE e as ações da NASD.

Aksu e Onder (2003) compararam o Capital Asset Pricing Model (CAPM) e o Modelo de três fatores de Fama e French na Bolsa de Valores de Istambul. Este estudo contém apenas empresas não financeiras negociadas no ISE durante o período 1993 a 1997. Os retornos mensais das ações, incluindo dividendos, foram usados na

análise. Os autores descobriram que o modelo Fama e French tem poder explicativo sob as variações do retorno das ações. Além disso, descobriram que o modelo Fama e French é mais eficiente do que o CAPM para explicar os retornos.

Dessa forma, Gaunt (2004) testa a validade do modelo Fama e French e do CAPM na Bolsa de Valores da Austrália. O autor descobriu que o modelo de três fatores de Fama e French fornece uma explicação melhor para os retornos das ações australianas do que o CAPM. Corroborando com o modelo, Al-Mwalla (2012) testou a capacidade de diferentes modelos de precificação de ativos para explicar a variação na taxa de retorno das ações no período de junho de 1999 a junho de 2010 na bolsa de valores de Amã. O estudo também investigou a existência de efeitos de momento, tamanho e valor, e, dessa forma encontrou um tamanho forte e significativos efeitos de valor positivo. Os resultados do estudo indicam que o modelo de três fatores de Fama e French fornece melhor explicação para a variação nas taxas de retorno das ações para algumas carteiras e é melhor do que outros modelos.

Novy-Marx (2013) descobriu que a lucratividade, medida pelos lucros brutos para os ativos, tem quase o mesmo poder que o *book-to-market* de prever o corte transversal dos retornos médios. As empresas lucrativas geram retornos significativamente mais elevados do que as empresas não lucrativas, apesar de terem índices de avaliação significativamente mais elevados. A partir das descobertas de Novy-Marx (2013), Fama e French estenderam seus estudos, e em 2015 publicaram um artigo em que ampliaram o seu Modelo de Três Fatores, para um Modelo de Cinco Fatores. Um dos novos fatores adicionados, foi justamente o fator da lucratividade, identificado por Novy-Marx (2013).

Assim, Fama e French (2015), descobriram que um modelo de cinco fatores direcionado a capturar o tamanho, valor, lucratividade e padrões de investimento nos retornos médios das ações tem um desempenho melhor do que o modelo de três fatores de Fama e French (1992). O principal problema do modelo de cinco fatores é a falha em capturar os retornos médios baixos de pequenas ações cujos retornos se comportam como os de empresas que investem muito apesar da baixa lucratividade. O desempenho do modelo não é sensível à forma como seus fatores são definidos.

Com base no Modelo de três Fatores de Fama e French (2012) mencionado acima, amplamente difundido e aceito na literatura, o presente estudo estará respaldado na utilização do modelo em questão, a fim de responder o problema de pesquisa, e atingir o objetivo proposto no presente estudo.

2.4 Custo de capital

O custo de capital para Atkinson *et. al.* (2000, p. 534) é definido como sendo a taxa de juro que as empresas utilizam para calcular o valor do dinheiro no tempo. O custo de capital em alguns momentos também pode ser definido como um método de avaliação para analisar quais os prováveis investimentos, levando em consideração as dívidas e o patrimônio líquido, de acordo com suas fontes e os riscos financeiros das atividades conforme percepção do mercado financeiro.

Para melhor definição o custo de capital pode ser definido como sendo a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, o conceito de custo médio ponderado de capital (WACC), pode ser observada como retorno mínimo para novos investimentos (CORNELL; DAMODARAN, 2020). O custo médio de capital é definido como sendo a média ponderada dos custos dos componentes de financiamento utilizados por uma empresa (REHMAN; BALOCH, 2016). os componentes são custo de capital próprio, que se remete ao custo de capita dos acionistas ou custo do patrimônio líquido. E custo de capital de terceiro se caracteriza-se pelo retorno que os credores exigem para emprestar capitais à empresa (ROSS, *et. al.*, 2002).

Ross *et. al.* (2017) define o coeficiente WACC da empresa como a taxa de retorno total exigida da empresa. Sendo observada pelo também como sendo a taxa apropriada para ser aplicada aos fluxos de caixa que possuem risco semelhantes ao da empresa como um todo.

2.5 Desenvolvimento das Hipóteses

ESG é um tema mundialmente discutido e trabalhado na atualidade. Estudos realizados sobre as dimensões ESG abrangem áreas como gerenciamento dos fatores de risco e prevenção de futuros casos que impactem no valor das ações para os investimentos e o impacto das práticas ESG nos resultados financeiros das organizações (CERQUETI *et al.*, 2022; SHAIKH, 2021). Ao realizar uma análise prévia, percebeu-se uma relação positiva entre a conduta socialmente responsável e o desempenho financeiro em estudos anteriores (RIVALTO, 2017; FERNANDES, LINHARES, 2020). Bem como, a pesquisa realizada por CHU *et al.*, (2021) evidenciou

que o anexo de variáveis ambientais captura a capacidade de previsão de curto prazo, em as dimensões social e de governança abrange a longo prazo, o poder preditivo do índice se origina tanto no fluxo de caixa quanto nos canais de taxas de descontos.

Levando em consideração as diferentes formas de debater o tema *ESG* e medir a criação de valor para os *Stakeholders*, SIGNORI *et al.*, (2021) apresentam em sua pesquisa duas formas de avaliação possível: classificação *ESG* e valor econômico adicionado. Os autores relatam que seus resultados comprovaram que empresas que possuem classificação *ESG* geraram cumulativamente mais valor do que as empresas que não estão na classificação. Nesse contexto ALSHEHHI; NOBANEE; KHARE, (2018) detalham em seus estudos uma análise da literatura sobre o impacto da sustentabilidade corporativa no desempenho financeiro da empresa. Os autores abordam durante a pesquisa a relação entre as práticas *ESG* que estão em tendências, com o retorno das empresas. A amostra do trabalho envolveu 132 artigos de periódicos de ótima classificação, dos quais 70% demonstraram uma relação positiva entre sustentabilidade corporativa e desempenho financeiro. Nesse conjunto é possível que as práticas *ESG* incorporadas as decisões financeiras e não-financeiras das organizações possam influenciar o retorno de mercado. Assim, formula-se a primeira hipótese do estudo:

H1 – A relação entre as práticas *ESG* influencia positivamente no retorno de mercado.

O estudo aplicado por TARMUJI; MAELAH, (2016) nos países Malásia e Cingapura, com o intuito de investigar se haveria impacto nas práticas de *ESG* quando abordado o desempenho econômico das empresas no período de 2010 a 2014. Os autores para análise utilizaram a base de dados *ASSET4*, e dados em painel para quantificar obtiveram o resultado que as práticas possuem uma relação positiva com o retorno econômico esperado das empresas nos países estudados. Corroborando com a perspectiva Abdi; Li; Cámara-Turull, (2020), examinaram se existe influência na implementação de divulgações *ESG*, o valor da empresa e o desempenho financeiro das agências de companhias aéreas. Os dados foram coletados através da base de dados *Thomson Reuters Eikon*, com 27 companhias aéreas no período de 2013 a 2019. Os resultados apresentados pelos pesquisadores apoiam a relação positiva entre as práticas *ESG* e o valor de mercado das empresas analisadas.

O estudo realizado por KIM; LI, (2021) estuda as diversas categorias individuais de *ESG* adicionando o impacto nas finanças corporativas de desempenho, incluindo lucratividade e risco financeiro. Os resultados demonstraram uma influência positiva na classificação de crédito, trazendo em suas justificativas finais um contexto de gestão de investimento para maximizar os lucros e minimizar os riscos. Peiris e Evans (2010) descrevem que existe uma relação positiva entre uma avaliação *ESG*, e seu desempenho operacional e avaliação de mercado, o que implica em maiores expectativas de lucros. Fernandez e Linhares (2019) destacam através de seus estudos que os países emergentes possuem maior risco e maior retorno de seus investimentos quando as práticas estão alinhadas ao *ESG*, o que nos países desenvolvidos esse risco é controlado. Dessa forma, o potencial do retorno, com base nos fatores ambientais e de governança tem sido o foco, sendo reconhecido a influência material dessas questões sobre o desempenho das empresas.

H2 – As práticas *ESG* e o WACC apresentam relação negativa.

O estudo apresentado por Mahmudull et. al. (2018) retrata que as empresas analisadas não apresentam relação significativa entre o *ESG* e o retorno das empresas, e individualmente nenhum dos fatores de *ESG* foi significativo com *WACC*, proporcionando estudos futuros. Em estudo sobre a bolsa de valores dos EUA, Deepak e Yash (2019) relatam através de seus estudos que o *ESG* possui uma correlação positiva entre o fluxo de caixa, o lucro por ação e a capitalização de mercado, mas possui uma correlação negativa entre o retorno sobre o ativo e o custo médio ponderado de capital da empresa.

Gjergji et. al. (2021) retratam que conforme a amostra de empresas listadas na Itália ao analisar uma comparação entre empresas de grande porte com as empresas familiares de pequeno porte, as empresas de pequeno porte estão relacionadas a um aumento do custo de capital, a situação se inverte, conforme os autores mencionam quando a empresa de pequeno porte familiar se beneficia das práticas *ESG* para redução de seu custo de capital. Ou seja, a relação negativa entre práticas *ESG* e *WACC* indica que as empresas quanto mais práticas *ESG* menos custo de capital possuem.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, apresentam-se os procedimentos metodológicos utilizados na realização desta pesquisa. Assim, são abordados, na seguinte ordem: população e amostra, descrição das variáveis, a forma como as variáveis foram coletadas, tratadas e analisadas e o modelo econométrico proposto para o estudo.

3.1 População, coleta e amostra

O presente estudo contempla as empresas de capital aberto dos países: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos da América, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia—países integrantes do G20, com dados disponíveis na base de dados *Refinitiv*, no período abrangido entre os anos de 2015 a 2021.

As empresas que divulgam suas informações *ESG* são o foco dessa pesquisa, e como principal critério a fim de evitar discrepância, foram aceitas empresas que tem seus dados disponíveis na variável *ESG SCORE* na base de dados *Refinitiv*.

As pontuações *ESG* da base *Refinitiv* foram projetadas para medir de forma objetiva o desempenho *ESG* relatados pelas empresas. No cálculo os seguintes pontos são observados: (i) materialidade, (ii) transparência, (iii) sobreposição, (iv) *benchmarks* e (v) classificação percentual. Os pesos e categorias referente aos dados disponibilizados na *Refinitiv ESG* são calculados com base em uma abordagem objetiva e orientada para determinar a importância relativa de cada tema para cada grupo individual das organizações (Thomson Reuters Refinitiv, 2021, p. 10).

A base captura e calcula mais de 500 medidas *ESG*, com subgrupos de 186 medições disponíveis, são agrupados em 10 categorias que reformulam as pontuações dos três pilares e a pontuação final do *ESG*, conforme as 10 categorias demonstradas na figura 4 (Thomson Reuters Refinitiv, 2021, p. 6).

Figura 4 - Categorias *ESG*

Fonte: Thomson Reuters Refinitiv (2021)

A figura 5 demonstra como são classificadas as empresas dentro de um grau de pontuação, sendo empresas classificadas na categoria A positivas *ESG* e empresas nas categorias D- negativas *ESG*. Para a pesquisa foram utilizados os dados em sua forma numérica, dentro da categoria geral *ESG Score* os três pilares E, S, G de forma individual.

Figura 5 - Pontuação ESG SCORE

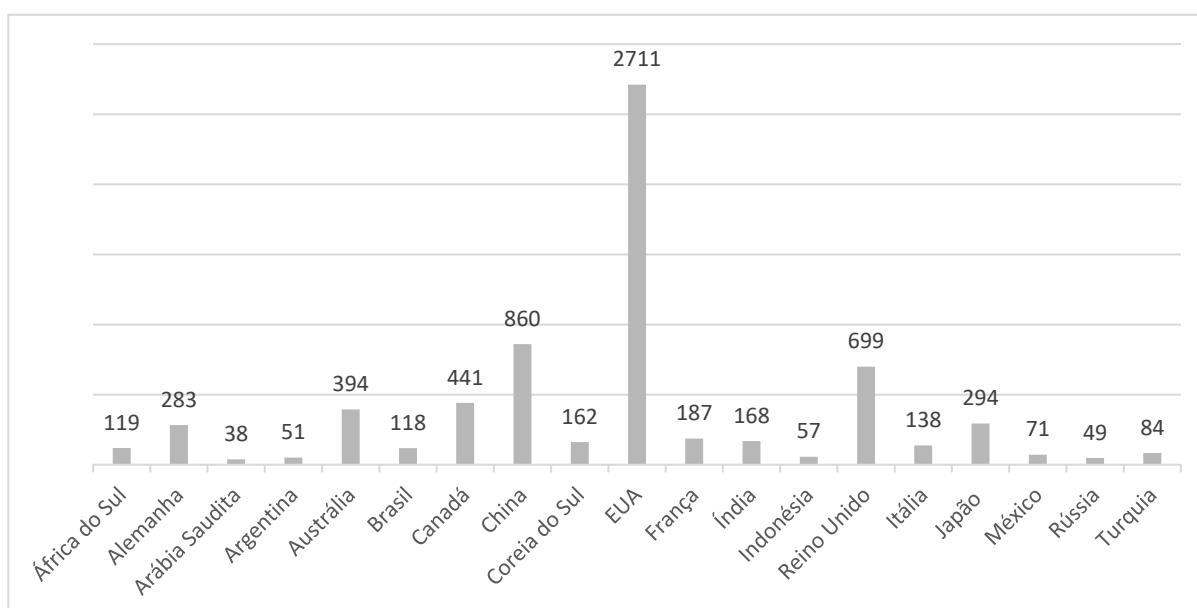
Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	

ESG laggards
↑
↓
ESG leaders

Fonte: Thomson Reuters Refinitiv (2021)

Dessa forma, conforme critério estabelecido, a amostra ficou da seguinte forma: 119 empresas na África do Sul, 283 na Alemanha, 38 na Arábia Saudita, 51 na Argentina, 394 na Austrália, 118 no Brasil, 441 no Canadá, 860 na China, 162 na Coreia do Sul, 2.711 nos EUA, 187 na França, 168 na Índia, 57 na Indonésia, 699 no Reino Unido, 138 na Itália, 294 no Japão, 71 no México, 49 na Rússia e 84 na Turquia, como apresentado no gráfico 1.

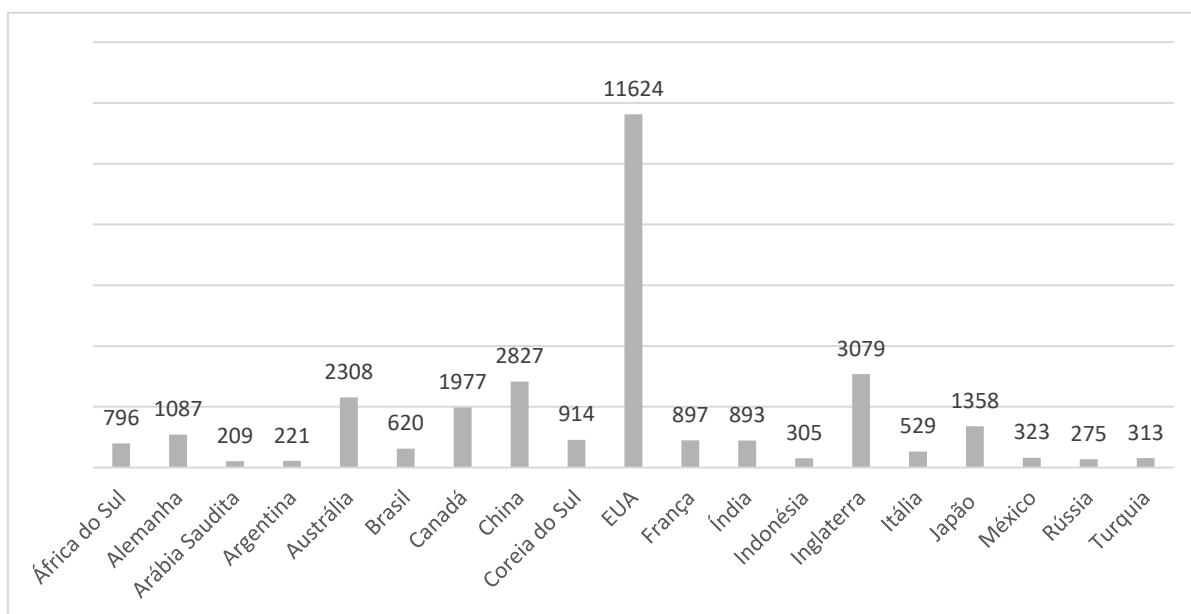
Gráfico 1 - Média de Empresas Analisadas por País.



Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Nota-se que o ano com maiores empresas analisadas é 2021, com os países: EUA, Inglaterra e China com maior concentração de empresas. Conforme apresentado no gráfico 1o país – EUA possui a maior média de dados de empresas ao longo do período analisado.

Gráfico 2 - Total de observação por país



Fonte: Dados da pesquisa (2022)

No gráfico 2 apresenta-se o total de observações por país dentro do período analisado. Contemplando um total de 22.201 observações. Nota-se que os países EUA, Inglaterra, China e Austrália detém o maior número de dados disponibilizados na base de dados.

3.2 Pontuação *ESG Score*

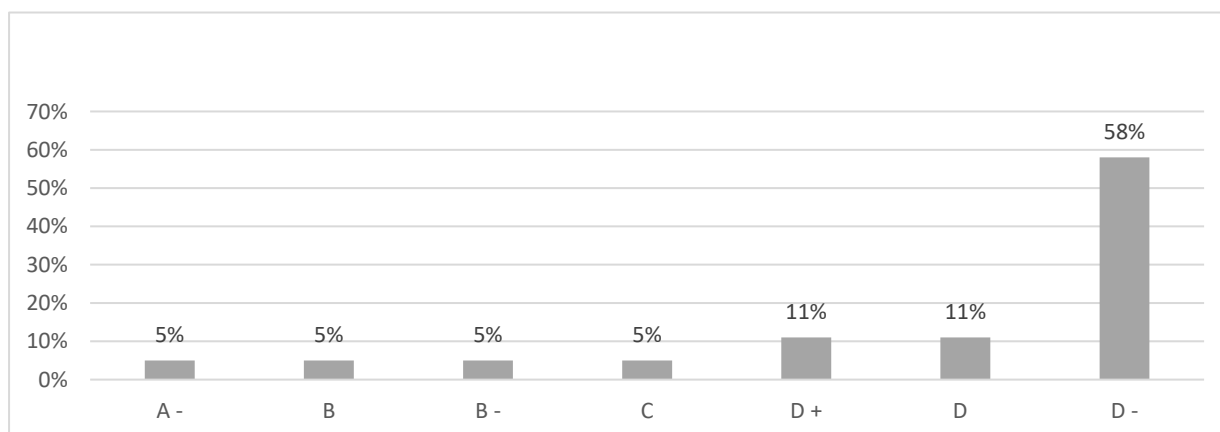
Em relação ao resultado da pontuação *ESG Score* as empresas em uma abordagem geral, obtiveram uma média de 0,130 (D +) indicando baixo desempenho *ESG* relativo ou baixa transparência no relato de dados *ESG* e materiais publicados disponíveis pela base pesquisada. O pilar ambiental teve uma média geral de 0,100 (D), o pilar social uma média geral de 0,0140 (D -), o pilar governança uma média geral de 0,025 (D -), que confirmam a variável *ESG Score*. Em relação a variável *stakeholders* os resultados apresentam uma média de 0,002 (D -), o que demonstra pouco envolvimento da empresa com os *stakeholders*.

Quadro 2 - Classificação *ESG Score*

País	Grau <i>ESG Score</i>
África do Sul	B-
Alemanha	D-
Arábia Saudita	D-
Argentina	D-
Austrália	D-
Brasil	D-
Canadá	B
China	D-
Coreia do Sul	C
EUA	D-
França	D-
Índia	D-
Indonésia	D-
Itália	D-
Japão	D-
México	D-
Reino Unido	D-
Rússia	D-
Turquia	A-

Fonte: Dados da Pesquisa (2022)

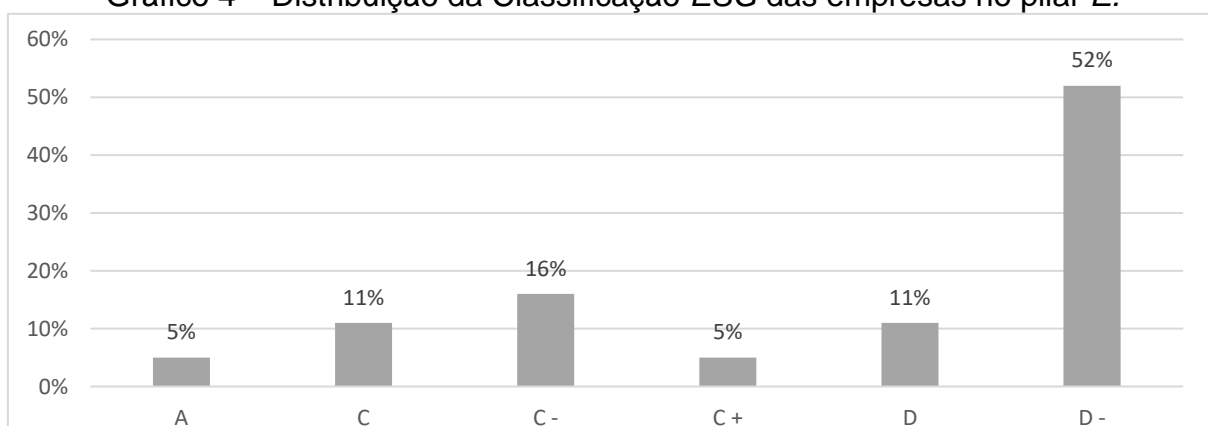
Os resultados demonstram que em relação a performance na variável *ESGscore* as empresas dos países ficaram em sua maioria com 58% no grau D -, o que demonstra que a maioria dos países detêm um percentual significativo de baixa performance e um grau insuficiente em transparência de informações relevantes de *ESG*, o gráfico 3 apresenta esse resultado. É válido ressaltar que países como: Canadá (B) , Turquia (A -), Africa do Sul (B -) e Coreia do Sul (C), apresentam performance positiva com relação a performance e divulgação das informações *ESG score*.

Gráfico 3 – Distribuição da Classificação *ESG* das empresas.

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

As pontuações do pilar ambiental (E) indicaram que 52% das empresas dos países possuem uma baixíssima performance D-, em contrapartida a 5% dos países apresenta ótima performance. Conforme apresentado no gráfico 4, 16% dos países possuem um desempenho satisfatório e moderado grau de transparência nas informações dentro do pilar ambiental.

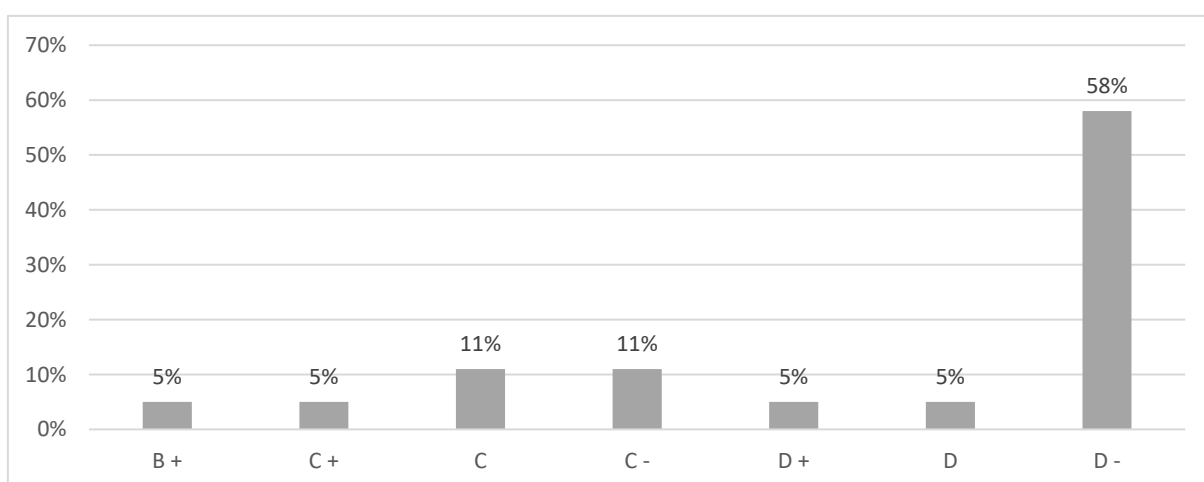
Gráfico 4 – Distribuição da Classificação ESG das empresas no pilar E.



Fonte: Dados da Pesquisa

No pilar Social (S), conforme destacado no gráfico 5, apresenta-se que 58% dos países estão enquadrados no grau D-, seguido de 11% dos países nos graus C e C-, demonstrando assim a incongruência de informações no pilar social para os *stakeholders*.

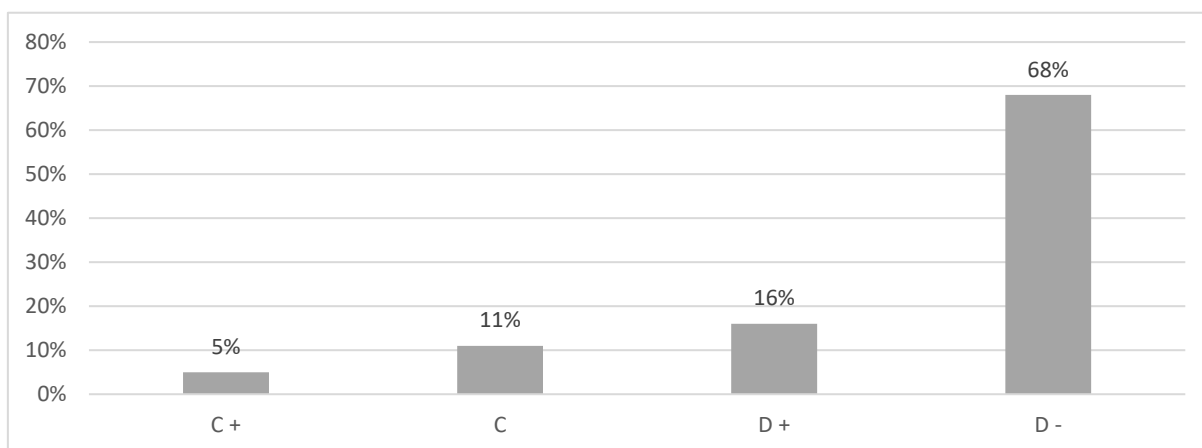
Gráfico 5 - Distribuição da Classificação ESG das empresas no Pilar S.



Fonte: Dados Da Pesquisa (2022)

No pilar governança (G), conforme apresentado no gráfico 6, percebe-se uma grande disparidade entre os resultados das empresas com graus C+, C, D+ para o grau D-. Percebe-se uma disparidade entre divulgação das informações e a relação com o retorno de mercado, os resultados demonstram o baixo desempenho e baixo grau de transparência nas informações das empresas dos países da amostra.

Gráfico 6 – Distribuição da Classificação ESG das empresas no Pilar G.



Fonte: Dados Da Pesquisa (2022).

3.3 Variáveis

Com o objetivo de responder à questão de pesquisa e testar as hipóteses que norteiam esse estudo, foram criados dois modelos: o primeiro, que testa a hipótese de que as práticas ESG impactam diretamente no retorno de mercado das empresas e o segundo, que testa a segunda hipótese de que as práticas ESG reduzem o custo de capital das empresas, o que levaria para um retorno anormal positivo no primeiro momento e uma redução de retorno exigido no longo prazo.

No primeiro modelo, o retorno de mercado foi utilizado como variável dependente. Para avaliar se existe influência no retorno de mercado das empresas que possuem práticas ESG, foi estabelecido variável independente: o ESG. Foi adicionado algumas variáveis de controle para apoiar na explicação do modelo econométrico.

Com o objetivo de verificar a relação existente entre os fatores ESG e o retorno de mercado, as variáveis independentes do estudo são: o ESG Score, E, S, G, os três pilares separadamente, que tem sido analisado conforme SHAIKH, (2021) e outros

estudos, como um fator importante para decisões dos *stakeholders*, e que demonstram a confiança na empresa focando no momento presente, mas pensando no futuro da empresa (AMON; RAMMERSTORFER; WEINMAYER, 2021; JANICKA; SAJNÓG, 2022; LI et al., 2021; LUO, 2022; MAITI, 2021; SHAIKH, 2021). A variável independente é o retorno de mercado, pois se analisa a importância sobre o retorno sobre o valor investido em ativos (DAUGAARD, 2020; ENGELHARDT; EKKENGA; POSCH, 2021; FAMA, 2021; MAITI, 2021; REHMAN et al., 2021). As variáveis de controle foram definidas para dar suporte ao modelo de regressão, as mesmas seguem descritas e correlacionada ao apoio de estudos anteriores no quadro 2.

Quadro 3 - Descrição das variáveis

Variável	Classificação	Hipótese	Estudos de suporte
Retorno de mercado	Dependente	H1	(Eraslan, 2013; Fama; French, 2010; Fama; French, 2006; Racicot; Rentz; Kahl, 2017)
ESG	Independente	H1 e H2	(Filippou; Taylor, 2021; Grewal; Serafeim, 2020; Shafer; Szado, 2019)
E, S, G	Independente	H1 e H2	(Kim; Yoon, 2020; Shafer; Szado, 2019; Taliento; Favino; Netti, 2019; Deamer; Lee; Mulheron, 2021; Kim; Yoon, 2020; Zhao Et Al., 2018; Abdi; Li; Càmara-Turull, 2020; Sikacz; Wolczek, 2018)
Stakeholders	Controle	H1 e H2	(Buallay, 2019; Cornell; Shapiro, 2021; Friedman, A. L.; Miles, 2006; Harjoto; Laksmana; Lee, 2015)
WACC	Dependente	H2	(Buallay, 2019; Rodríguez-Fernández Et Al., 2019; (FAMA, E. F. AND FRENCH, 1992))
P/E	Controle	H1 e H2	Rodríguez-Fernández Et Al., 2019; (FAMA, E. F. AND FRENCH, 1992))
ROA	Controle	H1 e H2	Rodríguez-Fernández Et Al., 2019)
Tamanho	Controle	H1 e H2	(Fama, E. F. And French, 1992)
P/BV	Controle	H1 e H2	(Fama, E. F. And French, 1992)

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Todas as variáveis descritas no quadro 2 foram coletadas na base *Refinitiv*, a qual vem sendo muito utilizada por diversos estudos acadêmicos com foco no *ESG*, e suas métricas (CHRISTENSEN; SERAFEIM; SIKOCHI, 2022; CHU *et al.*, 2021; GARCIA; MENDES-DA-SILVA; ORSATO, 2017; HALEEM *et al.*, 2022).

No segundo modelo, as variáveis independentes foram mantidas as mesmas, mas o WACC foi retirado das variáveis de controle e assumiu a posição de variável dependente. Permitindo assim a análise sobre o baixo custo de empresas aderentes as práticas *ESG*.

3.3 Modelo Econométrico

Primeiramente, os dados coletados foram tabulados no software Microsoft Excel®. Após esse processo classificatório e descritivo, os dados foram tratados e analisados com o auxílio do software estatístico Stata®. Para melhor análise se optou por verificar a nível país e um período unificado. Com base no modelo de regressão de três fatores de Fama e French (1992) acrescidos da variável *ESG* foi realizado o teste de regressão nos dezenove países da amostra.

Segue o modelo de três fatores de Fama e French (1992):

$$R_{it} = R_f + \beta_{1it}(R_m - R_f) + \beta_{2it}(SMB) + \beta_{3it}(HML) + \varepsilon \quad (3.5.1)$$

A equação utilizada na pesquisa acrescido da variável *ESG*:

$$R_{it} = R_f + \beta_{1it}(R_m - R_f) + \beta_{2it}(SMB) + \beta_{3it}(HML) + \beta_{4it}(ESG\ SCORE)i_t + \varepsilon \quad (3.5.2)$$

Em que:

r – Taxa de retorno esperada;

r_f – Taxa livre de risco;

SMB : representa o fator de tamanho;

HML : representa o fator Market-to-Book Equity.

β – Coeficiente do fator (sensibilidade)

$r_m - r_f$ – Prêmio de risco de mercado;

ε – erro

i – Empresa

t – Ano de análise

ESG Score – variável de análise dentro da base *Refinitiv*

A equação utilizada do modelo para testar a segunda hipótese

$$WACC = R_f + \beta_{1it}(R_m - R_f) + \beta_{2it}(SMB) + \beta_{3it}(HML) + \beta_{4it}(ESG\ SCORE)i_t + \varepsilon$$

(3.5.3)

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Neste capítulo serão apresentados os resultados, análises e discussões deste estudo. Primeiro será apresentada estatística descritiva das variáveis da amostra geral. Na sequência os resultados do modelo de regressão rodado, dados em painel, com regressão múltipla de efeito fixo de cada país.

4.1 Estatística Descritiva Amostra Geral

A Tabela 1 apresenta informações sobre as estatísticas descritivas das variáveis testadas referente ao modelo econométrico 1 e 2, que é composta pela amostra geral dos dezenove (19) países do G20. A tabela contempla as médias longitudinais, desvio padrão e valores mínimos e máximos. Para melhor análise usou-se os seguintes critérios: (i) manteve-se apenas empresas com dados relevantes. (ii) para fins de ajuste no *software stata* optou-se pelo mesmo número de empresas em todos os países, totalizando assim 1.862 observações.

Tabela 1 - Estatística Descritiva

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
T. Retorno	1.862	1.11e+09	8.76e+09	-0,9852	1.40e+11
WACC	1.862	0,349766	0,308541	-0,002774	0,231129
ESG	1.862	48.09815	23.63103	0	95,60313
E	1.862	50,5874	22,7518	0	99,4277
S	1.862	49.38314	26,38291	0	97,97639
G	1.862	52,43362	24,30148	0	97,37801
Stakeholders	1.862	41,2177	34.43364	0	94,3003
ROA	1.862	0,571612	0,0783765	-0,5464883	0,8571401

Fonte: Dados da Pesquisa (2022)

A tabela 1 retrata que a amostra geral possui mais propensão a baixo custo de capital para as empresas aderentes as práticas *ESG* do que retorno de mercado. A tabela 2 apresenta a correlação de variáveis estudadas em relação ao retorno de mercado e as práticas *ESG*. As correlações positivas significativas entre as práticas

ambientais, sociais e de governança era esperado, sendo que são variáveis relacionadas. Sinteticamente a relação entre as variáveis práticas ambientais e social é mais forte, comparada as práticas ambientais e governança e práticas sociais e governança. Portanto, entende-se que empresas que se envolvem com práticas ambientais, concomitantes se envolvem com práticas sociais, mas não necessariamente se envolvem com práticas de governança.

Tabela 2 - Matriz de Correlação de variáveis independentes estudadas.

	T. Retorno	ESG	E	S	G	Stakeholders
T. Retorno	1,0000					
ESG	0,0223	1,0000				
E	0,0024	-0,0031	1,0000			
S	-0,0109	0,8284	-0,0012	1,0000		
G	0,0639	0,6823	0,4211	0,4978	1,0000	
Stakeholders	0,0749	0,6081	0,0212	-0,0030	0,0098	1,0000

Fonte: Dados da Pesquisa (2022)

Em relação aos pilares a variável dependente não demonstrou correlação, o que faz sentido visto que as práticas ambientais, sociais e de governança refletiram baixa correlação com o retorno de mercado. Portanto entende-se que frente aos dados disponibilizados publicamente ainda está baixa a correlação de práticas ESG com retorno de mercado. Os achados vem de encontro com o posicionamento de LUO, (2022) onde ao examinar o efeito das pontuações ESG no retorno das ações das empresas do Reino Unido, chegou à conclusão que empresas com ESG baixo possui retorno mais alto do que as empresas com valores ESG elevado. Por sua vez FAMA, (2021) enfatiza em seu estudo que as empresas não estão cientes do que realmente significa ESG para os acionistas, nesse sentido o autor enfatiza que a lucratividade sobrepõe as práticas ESG.

Por sua vez, a tabela 3 apresenta a matriz de correlação das principais variáveis estudadas dentro do modelo WACC. Os dados evidenciam uma relação favorável entre as variáveis ESG, E e stakeholders (0,02), S e G (0,05) e WACC e Stakeholders (0,02). Evidenciando assim uma homogeneidade entre a maioria das variáveis importante do estudo.

Tabela 3 - Matriz de correlação de variáveis independentes estudadas

	WACC	ESG	E	S	G	Stakeholders
WACC	1,0000					
ESG	-0,1914	1,0000				
E	0,3189	-0,0031	1,0000			
S	-0,1258	0,9773	-0,0012	1,0000		
G	0,5213	0,0642*	0,4211	0,0546**	1,0000	
Stakeholders	0,0211**	-0,0037	0,0212**	-0,0030	0,0098	1,0000

Fonte: Dados da Pesquisa (2002) (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

4.2 Discussão dos Resultados

A **Hipótese 1** trata da relação entre as práticas *ESG* e a possível influência no retorno de mercado dos países do G20. Para testar a hipótese, foram realizadas, conforme quadro 4, as regressões com base no modelo adaptado de três fatores de *Fama e French*. Os resultados da regressão demonstram que no âmbito geral da amostra dos 19 países, a variável independente *ESG* não possui significância sobre a variável dependente retorno de mercado, sendo $p < 1$ influenciada pela variável *ESG*. Em forma mais detalhada os demonstrativos de cálculos referente ao modelo de regressão por país são apresentados no apêndice 1 subdividido por país.

Quadro 4 - Regressão Amostra Geral

retorno	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
esg	-9842753	2.16e+07	-0.46	0.649	-5.22e+07	3.26e+07
beta	-2.09e+09	6.47e+08	-3.23	0.001	-3.36e+09	-8.23e+08
pb	1838555	7796712	0.24	0.814	-1.35e+07	1.71e+07
tamanho	-7528708	5.51e+08	-0.01	0.989	-1.09e+09	1.07e+09
stakeholders	1.72e+07	9747176	1.76	0.079	-1959363	3.63e+07
pe	-514305	900777.5	-0.57	0.568	-2281152	1252542
roa	-8.78e+09	3.21e+09	-2.74	0.006	-1.51e+10	-2.49e+09
lnativo	2.93e+07	5.11e+08	0.06	0.954	-9.74e+08	1.03e+09
bv	7300292	1.21e+07	0.60	0.546	-1.64e+07	3.10e+07
preço	-2606758	1677809	-1.55	0.120	-5897726	684211.3
_cons	2.75e+09	1.11e+10	0.25	0.804	-1.90e+10	2.45e+10
sigma_u	5.119e+09					
sigma_e	7.828e+09					
rho	.29952453	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all $u_i=0$: $F(265, 1578) = 2.72$

Prob > F = 0.0000

Fonte: Dados da Pesquisa (2022)

A relação apresentada na **H1** instiga que empresas optantes por práticas *ESG* estão mais propensas a possuir retorno de mercado, o quadro 4 com base nos resultados encontrados na regressão de efeitos fixos, pode-se perceber que a variável retorno de mercado não sofre interferência da variável *ESG*.

De uma forma mais descritiva a Tabela 4 apresenta as regressões do modelo proposto de cada país, detalhando o coeficiente, P valor (** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$) e R^2 em relação a influência do *ESG* sobre o retorno de mercado. Os países África do Sul e Arábia Saudita, apresentam validação frente a hipótese 1, demonstrando que esses países as empresas que possuem práticas *ESG*, apresentam retorno de mercado positivo. Os demais países não demonstraram resultados significativos.

Tabela 4 - Resultado Regressão FF - Retorno X ESG

	Coeficiente	R²	F
África do Sul	0,0962271**	0,1062	10,526
Alemanha	0,0006412	0,1158	10,787
Arábia Saudita	0,0013617**	0,1324	10,37
Argentina	-0,0033859	0,1479	10,101
Austrália	-0,0017067	0,0601	10,1313
Brasil	-0,0014949	0,1771	10,375
Canadá	0,0008298	0,0881	10,985
China	0,000104	0,1959	10,1858
Coreia do Sul	-0,0004223	0,2790	10,617
EUA	-0,0020586	0,0082	10,5258
França	-0,0006376	0,0864	10,587
Índia	0,0008399	0,1939	10,615
Indonésia	0,0015954	0,1372	10,216
Itália	-0,0008441	0,1892	10,319
Japão	0,0006842	0,0731	10,953
México	0,0018567	0,1989	10,211
Reino Unido	0,0014561	0,1237	10,192
Rússia	-0,0009379	0,1270	10,184
Turquia	0,000889	0,1900	10,198

Fonte: Dados da Pesquisa (** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

Nesse contexto, de uma forma mais detalhada, em relação a África do Sul, obteve-se um total de 639 observações no período de 2015 a 2021, o R^2 demonstra que, de todos os fatores que podem fazer a variável retorno de mercado flutuar, as

variáveis analisadas, juntas, explicam 11,25% essa correlação, representando, dessa forma o poder explicativo do modelo. O ROA se apresenta com 14,60% e se observa 18% para a variável *Stakeholders*. Outro ponto relevante é que apesar da variável *ESG* ter baixa significância, se observou 31,59% positivo para o pilar ambiental, 7,4% para o pilar social e 0,94% para o pilar de governança. O que demonstra que uma média significativa das empresas sediadas na África do Sul possui envolvimento com práticas ambientais, mas não necessariamente se envolvem em práticas sociais e práticas de governança.

A Alemanha por sua vez, possui um ROA de 92,81%, e uma correlação com as variáveis independentes de 9,41%, o que reflete que o retorno de mercado não está sendo influenciado pelas variáveis de práticas ambientais, sociais e de governança. Situação semelhante ocorre na Arábia Saudita, onde o ROA ficou em 74,6%, tendo apenas 15,8% de correlação com as variáveis *ESG* e os três pilares. Na Argentina o retorno sobre os ativos se apresentou em 54,95% testou uma correlação de 9,05% para as variáveis independentes *ESG*, E, S e G. A variável *stakeholders* não possuiu significância para a análise.

O Brasil, por sua vez, possui 11,10% de correlação entre as variáveis independentes e dependentes, o que se mostra negativamente relacionado ao retorno de mercado das empresas. O Canadá correlacionou um ROA 188,44% com uma relação de 17,03% de significância entre as variáveis dependentes e independentes. Apesar do expressivo retorno sobre os ativos, as margens das variáveis das práticas *ESG* e dos três pilares não são significativas para impactar o retorno dos ativos. A China apresenta uma correlação de elevado retorno de ativos 356,20%, contudo uma relação com a variável *ESG* negativa -0,8%, o que demonstra ser negativamente impactada pela variável independente aqui apresentada.

Percebe-se informações resultantes semelhantes na Coreia do Sul onde o ROA 146,83% com 26% de correlação entre as variáveis independentes e dependentes. Os EUA demonstram baixa significância no retorno dos ativos em relação às práticas ambientais, sociais e de governança, ficando em torno de 16% a relação entre as variáveis. Por sua vez, a França apresenta 71,46% de retorno dos ativos e 11,67% de relação com as variáveis demonstrando uma correlação baixa com os pilares E, S, G. A Índia apresenta uma correlação 19,48% em comparação com os pilares E, S, G e o retorno dos ativos, percebe-se uma baixa significância entre as práticas *ESG* e o retorno de mercado. Resultados semelhantes se observou na Indonésia 22,87% de

retorno dos ativos com 8,56% de correlação entre as variáveis.

A Itália resultou em 12,98% de correlação entre as variáveis independentes e dependentes. A variável independente *ESG* em comparação com o retorno de ativos possui 1,14% o percentual mais alto de toda a amostra de países, contudo ainda pouco significativo. O Reino Unido obteve retornos negativos para as variáveis independentes relacionadas às práticas ambientais, sociais e de governança, percebendo-se baixa probabilidade de influência no retorno de mercado. A Rússia também apresenta resultados semelhantes ao Reino Unido. A Turquia possui 16% de correlação entre as variáveis independentes e dependentes, demonstrando valores negativos nos três pilares, o que reflete a pouca ou inexistência influencia no retorno de mercado.

Por sua vez, a Austrália apresentou resultados positivos para a relação das variáveis independentes e dependentes. A mesma apresenta um ROA de 26,73% e uma relação de 5,4% positiva sobre as práticas *ESG*. O Japão em relação as 1.230 observações no período total da amostra apresentaram correlação positiva com as variáveis de práticas ambiental, social e de governança, demonstrando alto índice de retorno frente ao coeficiente negativo de *ESG*. Dentro da amostra do Mexico, por fim, se observou 0,64% de correlação da variável independente *ESG* sobre o retorno de mercado, não se relacionando significativamente com o retorno de ativos.

A tabela 5 apresenta os resultados das regressões referente ao pilar E, abordado isoladamente com a variável retorno de mercado apresenta uma relação positiva negativa no Brasil, o que representa que as empresas que estão alinhadas ao pilar ambiental possuem baixo retorno de mercado. Os demais países não apresentarão resultados significativos.

Tabela 5 - Resultado Regressão Modelo FF retorno de mercado X Pilar E

	Coeficiente	R²	F
África do Sul	0,1985329	0,1112	10,526
Alemanha	-0,0001449	0,1156	10,787
Arábia Saudita	-0,0004779	0,1297	10,37
Argentina	-0,001179	0,1455	10,101
Austrália	0,0014973	0,0605	10,1313
Brasil	-0,0018958*	0,1817	10,375
Canadá	-0,0007396	0,0884	10,985
China	0,0002805	0,1959	10,1858
Coreia do Sul	0,0014525	0,2816	10,617
EUA	-0,0003422	0,0078	10,5258

França	0,0001464	0,0858	10,587
Índia	-0,0003058	0,1936	10,615
Indonésia	0,0011625	0,1374	10,216
Itália	0,0010045	0,1905	10,319
Japão	0,0006527	0,0739	10,953
México	0,0020419	0,2092	10,211
Reino Unido	0,0006817	0,1223	10,192
Rússia	-0,0000556	0,1263	10,184
Turquia	-0,000363	0,1895	10,198

Fonte: Dados da Pesquisa (2022)

(*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10)

A tabela 6 apresenta os resultados referente as regressões sobre o pilar social. A Austrália apresentou resultado significativo negativo o que evidencia que as empresas com práticas sociais possuem significância no retorno de mercado. Os demais países não apresentaram resultados significativos.

Tabela 6 - Resultado de Regressão do modelo FF X pilar S.

	Coefficiente	R²	F
África do Sul	0,0867718	0,1063	10,526
Alemanha	0,001732	0,1184	10,787
Arábia Saudita	0,0003386	0,1294	10,37
Argentina	-0,0031857	0,1492	10,101
Austrália	-0,0019793*	0,0612	10,1313
Brasil	-0,000271	0,1746	10,375
Canadá	0,0006043	0,088	10,985
China	-0,0013178	0,1964	10,1858
Coreia do Sul	-0,0009505	0,2797	10,617
EUA	-0,0016172	0,0081	10,5258
França	-0,0003296	0,086	10,587
Índia	0,0000895	0,1934	10,615
Indonésia	0,0002142	0,1359	10,216
Itália	-0,0019711	0,1938	10,319
Japão	0,0009647	0,0753	10,953
México	0,0006822	0,1933	10,211
Reino Unido	-0,0001483	0,1213	10,192
Rússia	-0,0014274	0,1294	10,184
Turquia	0,0016898	0,1923	10,198

Fonte: Dados da Pesquisa (2022). (***) p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10)

A tabela 7 apresenta os resultados referente as regressões sobre o pilar social. A Arábia Saudita apresentou resultado significativo positivo o que evidencia que as empresas com práticas sociais possuem significância no retorno de mercado. Os EUA apresentaram resultado significativo negativo em relação as práticas no pilar

governança, o que remonta que as empresas estão significativas baixa na atuação no pilar destacado. Os demais países não apresentaram resultados significativos, o que se percebe que as empresas possuem uma maior atenção as práticas ambientais ao invés as práticas de governança dentro da amostra do estudo.

Tabela 7 - Resultado do modelo de FF retorno de mercado X pilar G

	Coefficiente	R²	F
África do Sul	0,2873	0,1068	10,526
Alemanha	-0,0967596	0,1068	10,787
Arábia Saudita	0,0020983*	0,1508	10,37
Argentina	6.55e-06	0,145	10,101
Austrália	-0,0005824	0,0593	10,1313
Brasil	-0,000315	0,1746	10,375
Canadá	0,0009004	0,0891	10,985
China	0,0013801	0,197	10,1858
Coreia do Sul	-0,0008748	0,2798	10,617
EUA	-0,0027939***	0,0091	10,5258
França	-0,0003359	0,0861	10,587
Índia	0,0010846	0,1956	10,615
Indonésia	0,0005231	0,1362	10,216
Itália	-0,0008247	0,19	10,319
Japão	0,0008619	0,0753	10,953
México	0,0008532	0,1944	10,211
Reino Unido	0,0017922	0,128	10,192
Rússia	-0,0001427	0,1264	10,184
Turquia	0,0003553	0,1895	10,198

Fonte: Dados da Pesquisa (2022) (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

Dessa forma, **a hipótese 1** prevê que as classificações **ambientais, sociais e de governança** estão relacionadas **negativamente** com o **retorno das empresas**. Conforme dados apresentados no quadro 5, a hipótese 1 não pode ser suportada, e em relação aos pilares individualmente, as classificações ambientais, sociais e de governança, não dão suporte para a significância do retorno de mercado das empresas listadas nos países da amostra. Esses achados podem ser confirmados em parte por LOPEZ; CONTRERAS; BENDIX, (2020) que apresentam em sua pesquisa que a divergência das pontuações ESG de Consumer Cyclical and Technology entre diferentes provedores de dados é menor do que outros, também mencionam que as pontuações podem estar longe da média, principalmente para empresas com ESG classe D. Corroborando com o estudo os pesquisadores (SAHIN *et al.*, 2021), apresentam em seus achados que as pontuações ESG medem o desempenho

financeiro e não-financeiro das empresas, em seu estudo os pesquisadores questionam a falta de informação ainda não publicada e o impacto gerado na confiabilidade dos dados disponibilizados pelas bases, apresentando assim uma nova métrica para minimizar o risco existente.

No entanto CAPORALE *et al.*, (2022) ao analisar 12 índices *ESG* e índices de preços de ações, com uma amostra de mercado emergente e desenvolvido retrata que existe diferenças significativas entre os dois índices, o que sugere que são menos eficiente, possibilitando oportunidades para estratégias lucrativas e “camuflagem” das empresas frente as práticas *ESG*. Nesse contexto destaca-se a pesquisa de JANICKA; SAJNÓG, (2022), onde foi analisado as empresas da União Europeia enfatizando a qualidade dos relatórios *ESG* da empresas públicas da UE e seu efeito em sua capitalização de mercado, os resultados apresentaram que apenas 5% das empresas dos novos estados da UE relataram índices *ESG*, foi encontrado uma relação positiva entre capitalização de mercado e os relatórios *ESG*, contudo não são fortemente afetados.

Quadro 5 - Síntese dos Resultados

HIPÓTESE TESTADA		RESULTADO
H1	A relação entre as práticas <i>ESG</i> influencia positivamente no retorno de mercado.	Não Suportada

Fonte: Dados Da Pesquisa (2022)

A Tabela 9 apresenta as regressões do modelo proposto de cada país, detalhando o coeficiente, P valor (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$) e R^2 em relação a influência do *ESG* sobre o custo de capital (*WACC*). Esses resultados vêm de encontro com o proposto na **Hipótese 2**, e evidencia que os países África do Sul, Arábia Saudita, Austrália, Brasil, China e Rússia, (***) $p < 0,01$), apresentam validação positiva, demonstrando que nesses países as empresas que possuem práticas *ESG*, apresentam uma redução no custo de capital. Os países Argentina, França, Índia, apresentam resultados medianos sobre a redução e custo de capital nas empresas sediadas nesses países (** $p < 0,05$).

Também relatado nos resultados da regressão, os países Canadá e Indonésia apresentaram baixo resultado (* $p < 0,10$), referente as empresas com práticas de *ESG*, em relação ao custo de capital. Os demais países não apresentaram resultados

significativos. Corroborando com os resultados Meyer *et. al.* (2006) evidenciou a relação significativa entre a responsabilidade social, o baixo risco e a redução no custo de capital. Mănescu, (2011) aborda em seu estudo que as empresas americanas com atributos de ESG, podem ser relevantes ao valor, e sugerem o estudo referente a relação com o custo de capital.

Tabela 8 - Resultado do modelo de FF WACC X ESG

	Coefficiente	R²	F
África do Sul	-0,0053148***	0,1052	10,526
Alemanha	-0,0000161	0,018	10,787
Arábia Saudita	-0,0001889***	0,3599	10,37
Argentina	0,0010649**	0,2808	10,101
Austrália	-0,0000454***	0,0688	10,1313
Brasil	0,000111***	0,1131	10,375
Canadá	-0,0000251*	0,0338	10,985
China	-0,0001185***	0,1391	10,1858
Coreia do Sul	-0,0000152	0,016	10,617
EUA	2.15e-11	0,0517	10,5258
França	-0,00004**	0,1181	10,587
Índia	-0,0000148**	0,0442	10,615
Indonésia	-0,0000966*	0,1486	10,216
Itália	-0,000075	0,1691	10,319
Japão	5.45e-06	0,5625	10,953
México	-0,0000566	0,0541	10,211
Reino Unido	7.27e-06	0,043	10,192
Rússia	-0,0001524***	0,1471	10,184
Turquia	0,0001534	0,0699	10,198

Fonte: Dados da Pesquisa (2022) (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

A tabela 9 retrata os resultados apresentados da variável independente do pilar *E* (ambiental) em relação a variável dependente *WACC*, pode-se verificar que, países como a África do Sul, Austrália, China, Japão e Rússia, apresentam um (***) $p < 0,01$) custo de capital reduzido ao enfatizar práticas focadas no impacto ambiental.

Por sua vez, as empresas dos países Brasil, Indonésia, possuem uma (** $p < 0,05$) média influência na redução do custo de capital. As empresas dos países Argentina e Reino Unido possuem baixa influência (* $p < 0,10$) frente as práticas no pilar ambiental. Os demais países não apresentaram resultados significativos.

Tabela 9 - Resultado do modelo de FF WACC X Pilar E

	Coefficiente	R²	F
África do Sul	-0,0021498***	0,0978	10,526
Alemanha	-0,0000308	0,019	10,787
Arábia Saudita	0,0000447	0,3187	10,37
Argentina	0,0006494*	0,2584	10,101
Austrália	-0,0000341***	0,0687	10,1313
Brasil	0,0000605**	0,0985	10,375
Canadá	-0,0000136	0,0327	10,985
China	-0,0000591***	0,1248	10,1858
Coreia do Sul	1.70e-06	0,0152	10,617
EUA	-1,63E-06	0,0517	10,5258
França	1.70e-06	0,1117	10,587
Índia	-2,44e-06	0,0435	10,615
Indonésia	-0,0000916**	0,1598	10,216
Itália	-0,0000238	0,1559	10,319
Japão	-0,0000393***	0,5721	10,953
México	-0,0000338	0,0511	10,211
Reino Unido	0,0000301*	0,056	10,192
Rússia	-0,0001105***	0,1364	10,184
Turquia	0,0000614	0,0556	10,198

Fonte: Dados Da Pesquisa (2022) (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

Na tabela 10 o pilar S (Social) os países África do Sul, Arábia Saudita, Austrália, Brasil, China e Rússia apresentam resultados positivo (***) $p < 0,01$) sobre suas práticas o que se pressupõe uma redução no custo de capital. As empresas do país México possuem uma média (** $p < 0,05$) relação de positividade na redução do custo de capital. As empresas dos países Argentina e Itália apresentam uma baixa (* $p < 0,10$) relação com a redução de custo de capital. Os demais países não apresentaram resultados significativos.

Tabela 10 - Resultado do modelo de FF WACC X S

	Coefficiente	R²	F
África do Sul	-0,0052468***	0,0109	10,526
Alemanha	-0,0009319	0,0202	10,787
Arábia Saudita	-0,000184***	0,3528	10,37
Argentina	0,0005971*	0,2579	10,101
Austrália	-0,0000628***	0,0784	10,1313
Brasil	0,0001004***	0,116	10,375
Canadá	-0,0000197	0,0337	10,985
China	-0,0001***	0,1371	10,1858
Coreia do Sul	-0,0000117	0,0158	10,617
EUA	-2.29e-6	0,0517	10,5258
França	-8,64e-06	0,1121	10,587

Índia	-8,25e-06	0,0438	10,615
Indonésia	-0,0000451	0,14	10,216
Itália	-0,0000449*	0,1602	10,319
Japão	5.46e-06	0,5626	10,953
México	-0,0000748**	0,0709	10,211
Reino Unido	3.25e-07	0,0426	10,192
Rússia	-0,0001216***	0,1584	10,184
Turquia	0,0001466	0,0736	10,198

Fonte: Dados Da Pesquisa (2022) (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

Na Tabela 11 está evidenciado os resultados referentes ao pilar G (Governança), onde as empresas oriundas dos países Arábia Saudita, Brasil, China, França e Itália possuem uma alta (***) $p < 0,01$) relação entre as práticas ESG e o custo de capital. Os demais países não apresentaram resultados relevante.

Tabela 11 - Resultado do modelo de FF WACC X G

	Coefficiente	R²	F
África do Sul	-0,0004789	0,0944	10,526
Alemanha	-0,0006501	0,0176	10,787
Arábia Saudita	-0,0001236***	0,3699	10,37
Argentina	0,004317	0,2548	10,101
Austrália	0,0000154	0,0647	10,1313
Brasil	0,000088***	0,1098	10,375
Canadá	9.09e-06	0,032	10,985
China	-0,0000347***	0,115	10,1858
Coreia do Sul	-2,99E-06	0,0152	10,617
EUA	5.54E-06	0,0519	10,5258
França	-0,0000438***	0,1295	10,587
Índia	6.86e-06	0,0439	10,615
Indonésia	0,0000133	0,1365	10,216
Itália	-0,0000704***	0,1819	10,319
Japão	-5.16e-06	0,5626	10,953
México	0,0000242	0,0459	10,211
Reino Unido	-0,0000115	0,0445	10,192
Rússia	6.82e-06	0,0952	10,184
Turquia	0,000055	0,0543	10,198

Fonte: Dados Da Pesquisa (2022) (***) $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$)

Dessa forma, **a hipótese 2** prevê que as classificações **ambientais, sociais e de governança** estão relacionadas **positivamente** com o **a redução do custo de capital**. Ficando evidente nos resultados encontrados que as empresas que possuem suas atividades pautadas no ESG em sua maioria não possuem significância no

retorno de mercado, em contrapartida uma média de 80% da amostra do estudo apresenta uma redução no custo de capital.

Os achados podem ser confirmados em parte por Dahlburg e Wiklund (2018) que retratam em seu estudo a inexistência de relação entre o fator governança, mas enfatizam ter encontrado relação positiva entre o fator ambiental e o valor de mercado, dessa forma, enfatizam o melhoramento do desempenho financeiro das empresas.

Quadro 6 - Síntese dos Resultados

HIPÓTESE TESTADA		RESULTADO
H2	A relação entre as práticas <i>ESG</i> influencia positivamente na redução do custo de capital.	Suportada

Fonte: Dados Da Pesquisa (2022)

6 CONCLUSÃO

Com o avanço das pesquisas sobre *ESG* e com o rápido crescimento de investimento global em *ESG*, o tema tem sido destaque em reuniões e ficando em evidência para investidores, empresas e reguladores (TANG, 2022). Dentro dessa perspectiva as práticas *ESG* (*Environmental, Social and Governance*) está em evidência no mercado financeiro e no meio corporativo, abordando a perspectiva de empresas conscientes e com visão responsáveis.

Com essa expansão percebe-se uma crescente análise em países específicos, entender de que forma as práticas *ESG* podem impactar no retorno das empresas e no custo de capital, o presente estudo buscou analisar através dos dados dos países integrantes do G20, abordando uma visão generalista e panorâmica quais países possuem retorno de mercado e baixo custo de capital em decorrência de sua pontuação no índice *ESG Score* na base *Refinitiv*.

Nessa perspectiva, entendendo a importância das práticas sustentáveis em uma organização e sua influência frente aos *stakeholders* no âmbito mundial. Para dar suporte ao objetivo da pesquisa que é analisar as empresas com práticas *ESG* possuem alto retorno de mercado, foi utilizando uma revisão empírica nas publicações, principalmente internacionais, ao identificar as lacunas existentes e as formas de mensuração foi possível organizar uma análise sob a existência ou não da influência das práticas sustentáveis no retorno das empresas.

Para responder o problema de pesquisa: qual a relação entre as práticas *ESG* (*environmental, social and governance*) e o retorno de mercado de empresas? Foi necessário utilizar dados coletados dos 19 (dezenove) países integrantes do G20, no período de 2015 a 2021 listados na base *Refinitiv*, o qual resultou em 22.201 observações, os resultados derivaram da regressão do modelo de três fatores de Fama e French acrescido da variável *ESG*. A partir das análises estatísticas dos dados levantados foi possível responder à pergunta de pesquisa e observar mais um importante resultado, o qual se verificou que práticas *ESG* não influenciam positivamente no retorno de mercado. Evidenciando apenas os países África do Sul e Arabia Saudita que demonstraram significância positiva ao objetivo do estudo. Dentro dos pilares estudados separadamente pode se perceber o pilar de governança com mais retorno em comparação ao ambiental e social. Ou seja, as empresas estão

preocupadas com sua governança, com a visão que os stakeholders possuem sobre suas práticas, mas ainda possuem déficits nos outros dois pilares.

Em relação ao WACC proposto os países África do Sul, Arábia Saudita, Austrália, Brasil, China e Rússia demonstram possuir uma maior redução no custo de capital. E ao analisar os pilares individualmente percebeu-se que houve uma homogeneidade entre os resultados, ou seja, frente ao custo de capital quando isolado os pilares uma média de 80% dos países possui correlação do total da amostra positiva ao baixo custo de capital em decorrência das empresas estarem alinhadas com as práticas *ESG*.

Sintetizando os resultados desse estudo, as hipóteses H1 e H2, podemos concluir que os fatores *ESG* no que se refere aos pilares Ambiental, Social e de Governança, não exercem influência positiva significativa no retorno de mercado conforme realizado as regressões pelo método econométrico de três fatores de Fama e French (AMON; RAMMERSTORFER; WEINMAYER, 2021; BREITZ; STUDENTS, 2020; EUGENE F. FAMA AND KENNETH R. FRENCH, 2010; MAITI, 2021), e ficou apresentado que no que se refere aos pilares Ambiental, Social e de Governança existe relação positiva com o baixo custo de capital das empresas (ATAN et al., 2018; BOKERT; HAHN, 2021; PARK; JANG, 2021; SHAKIL, 2020).

Como todo estudo, esta dissertação contém algumas limitações, em relação à revisão empírica, se obteve restrições quanto à localização de artigos que evidenciassem estudo sobre a amostra geral relacionado ao tema central (*ESG*), o que se percebeu foi um crescente análise em países emergentes e países em desenvolvimento estudados individualmente ou em grupos de afinidade. Percebe-se uma lacuna importante para estudos mais robustos no futuro, com análise nos pilares ambiental, social e de governança, bem como as práticas *ESG* e a relação discurso-prática das empresas a nível país (*greenwashing*).

REFERÊNCIAS

ABDI, Y.; LI, X.; CÀMARA-TURULL, X. Impact of sustainability on firm value and financial performance in the air transport industry. *Sustainability (Switzerland)*, v. 12, n. 23, p. 1–22, 2020.

AHLKLO, Y. R. R.; LIND, C. E. S or G? A study of ESG score and financial performance. p. 77, 2018.

ALBUQUERQUE, R. et al. Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *Review of Corporate Finance Studies*, v. 9, n. 3, p. 593–621, 2020.

ALSHEHHI, A.; NOBANEE, H.; KHARE, N. The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability (Switzerland)*, v. 10, n. 2, 2018.

AMBIMA. Guia Asg. 2020.

AMON, J.; RAMM

ERSTORFER, M.; WEINMAYER, K. Passive esg portfolio management—the benchmark strategy for socially responsible investors. *Sustainability (Switzerland)*, v. 13, n. 16, p. 1–44, 2021.

ANTONCIC, M. et al. Sustainable Investment - Exploring the Linkage between Alpha, ESG, and SDG's. *SSRN Electronic Journal*, n. August, p. 1–34, 2020.

ATAN, R. et al. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, v. 29, n. 2, p. 182–194, 2018.

ATZ, U.; VAN HOLT, T.; LIU, Z. Z. Do Corporate Sustainability and Sustainable Finance Generate Better Financial Performance? A Review and Meta-analysis. *SSRN Electronic Journal*, n. September, p. 1–35, 2020.

BENTATA, A.; NGUYEN, L. Satisfying exclusions in portfolio construction: The ESG case. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, v. 15, n. 2, p. 142–154, 2022.

BOKERT, M. E.; HAHN, A. ESG Investing by ERISA Plan Fiduciaries: The DOL Final Regulations. *Employee Relations Law Journal*, v. 46, n. 4, p. 61–68, 2021.

BREITZ, C.; STUDENTS, P. J. P. How is ESG Affecting Stock Returns ? A Portfolio- and Panel Data Analysis of US Firms in the S & P 500. p. 76, 2020.

BUALLAY, A. Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, v. 30, n. 1, p. 98–115, 2019.

CAPORALE, G. M. et al. Persistence in ESG and conventional stock market indices. *Journal of Economics and Finance*, n. April, 2022.

CERQUETI, R. et al. Mitigating Contagion Risk by ESG Investing. *Sustainability (Switzerland)*, v. 14, n. 7, p. 1–14, 2022.

CFA SOCIETY UNITED KINGDOM. CFA UK LEVEL 4 CERTIFICATE IN ESG INVESTING V.2 TESTED FROM 1 October 2020. n. October, 2020.

CHRISTENSEN, D. M.; SERAFEIM, G.; SIKOCHI, A. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *Accounting Review*, v. 97, n. 1, p. 147–175, 2022.

CHU, L. et al. ESG and the Market Return. *SSRN Electronic Journal*, 2021.

CORNELL, B.; DAMODARAN, A. Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? *The Journal of Impact and ESG Investing*, v. 1, n. 1, p. 76–93, 2020.

CORNELL, B.; SHAPIRO, A. C. Corporate stakeholders, corporate valuation and ESG. *European Financial Management*, v. 27, n. 2, p. 196–207, 2021.

DAUGAARD, D. Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. *Accounting and Finance*, v. 60, n. 2, p. 1501–1530, 2020.

DECOURT, R. ESG and the Firm Value. *SSRN Electronic Journal*, 2022.

ELIWA, Y.; ABOUD, A.; SALEH, A. ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, v. 79, p. 102097, 2021.

ENGELHARDT, N.; EKKENGA, J.; POSCH, P. Esg ratings and stock performance during the covid-19 crisis. *Sustainability (Switzerland)*, v. 13, n. 13, p. 1–15, 2021.

ERASLAN, V. Fama and French Three-Factor Model: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Isletme ve Ekonomi Arastirmalari Dergisi/Business and Economics Research Journal*, v. 4, n. 2, p. 11–22, 2013.

ERATALAY, M. H.; CORTÉS ÁNGEL, A. P. The Impact of ESG Ratings on the Systemic Risk of European Blue-Chip Firms. [s.l: s.n.]. v. 15

EUGENE F. FAMA AND KENNETH R. FRENCH. Forthcoming in the *Journal of Finance*. *The Journal of Finance*, v. 65, n. October 2007, p. 1915–1947, 2010.

FAMA, E. F. AND FRENCH, K. The Cross-Section Of Expected Stock. *The Journal of Finance*, v. 36, n. 3, p. 275–280, 1992.

FAMA, E. F. Contract costs, stakeholder capitalism, and ESG. *European Financial Management*, v. 27, n. 2, p. 189–195, 2021.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The value premium and the CAPM. *Journal of*

Finance, v. 61, n. 5, p. 2163–2185, 2006.

FILIPPOU, I.; TAYLOR, M. P. Pricing ethics in the foreign exchange market: Environmental, Social and Governance ratings and currency premia. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 191, p. 66–77, 2021.

FREEMAN, R. E. Five Challenges to Stakeholder Theory: A Report on Research in Progress. v. 1, p. 1–20, 2017.

FREEMAN, R. E.; DAVID, L. R. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, v. 25, n. 3, p. 88–106, 1983.

FREEMAN, R. E.; PHILLIPS, R.; SISODIA, R. Tensions in Stakeholder Theory. *Business and Society*, v. 59, n. 2, p. 213–231, 2020.

FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. Stakeholder theory and “The corporate objective revisited”. *Organization Science*, v. 15, n. 3, p. 364–369, 2004.

FRIEDMAN, A. L.; MILES, S. *Stakeholders: Theory and practice*. OUP Oxford, 2006.

GARCIA, A. S.; MENDES-DA-SILVA, W.; ORSATO, R. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, v. 150, p. 135–147, 2017.

GREWAL, J.; SERAFEIM, G. Research on Corporate Sustainability : Review and Directions for Future Research Jody Grewal and George Serafeim □. *Foundations and Trends in Accounting*, v. 14, n. 2, p. 73–127, 2020.

HALEEM, F. et al. Sustainable Management Practices and Stakeholder Pressure: A Systematic Literature Review. *Sustainability (Switzerland)*, v. 14, n. 4, p. 1–23, 2022.

HAO, L.; RENNEBOOG, L. Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, v. 10, n. 1, p. 183–207, 2019.

HARJOTO, M.; LAKSMANA, I.; LEE, R. Board Diversity and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, v. 132, n. 4, p. 641–660, 2015.

IONESCU, G. H. et al. The impact of ESG factors on market value of companies from travel and tourism industry. *Technological and Economic Development of Economy*, v. 25, n. 5, p. 820–849, 2019.

JANICKA, M.; SAJNÓG, A. The ESG Reporting of EU Public Companies. Does the Company’s Capitalisation Matter? *Sustainability (Switzerland)*, v. 14, n. 7, 2022.

KIM, S.; LI, Z. Understanding the impact of esg practices in corporate finance.

Sustainability (Switzerland), v. 13, n. 7, p. 1–15, 2021.

KIM, S.; YOON, A. Analyzing Active Managers' Commitment to ESG: Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment. SSRN Electronic Journal, 2020.

LAVIN, J. F.; MONTECINOS-PEARCE, A. A. Esg disclosure in an emerging market: An empirical analysis of the influence of board characteristics and ownership structure. Sustainability (Switzerland), v. 13, n. 19, 2021.

LI, T.-T. et al. ESG: Research Progress and Future Prospects. Sustainability, v. 13, n. 21, p. 11663, 2021.

LOKUWADUGE, C. S. D. S.; HEENETIGALA, K. Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure for a Sustainable Development: An Australian Study. Business Strategy and the Environment, v. 26, n. 4, p. 438–450, 2017.

LOPEZ, C.; CONTRERAS, O.; BENDIX, J. Disagreement among ESG rating agencies: Shall we be worried? n. 103027, 2020.

LUO, D. ESG, liquidity, and stock returns. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, v. 78, n. February, p. 101526, 2022.

MAHAJAN, A.; MAJUMDAR, K. Environmental policy stringency and comparative advantage of environmental sensitive goods: a study of textile exports in G20 countries. Benchmarking, 2021.

MAITI, M. Is ESG the succeeding risk factor? Journal of Sustainable Finance and Investment, v. 11, n. 3, p. 199–213, 2021.

MĂNESCU, C. Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk? Sustainable Development, v. 19, n. 2, p. 95–118, 2011.

MUÑOZ-TORRES, M. J. et al. Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development? Corporate Social Responsibility and Environmental Management, v. 26, n. 2, p. 439–452, 2019.

NASCIMENTO, J. ESG: O cisne Verde e o Capitalismo de Stakeholder. [s.l.] Thomson Reuters, 2021.

ONCIOIU, I. et al. The role of environmental, social, and governance disclosure in financial transparency. Sustainability (Switzerland), v. 12, n. 17, p. 1–16, 2020.

PARADIS, G.; SCHIEHLL, E. ESG outcasts: Study of the ESG performance of sin stocks. Sustainability (Switzerland), v. 13, n. 17, p. 1–18, 2021.

PARK, S. R.; JANG, J. Y. The impact of ESG management on investment decision: Institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. International

Journal of Financial Studies, v. 9, n. 3, 2021.

PARMAR, B. L. et al. Stakeholder theory: The state of the art. *Academy of Management Annals*, v. 4, n. 1, p. 403–445, 2010.

PEDRON, A. P. B. et al. Environmental disclosure effects on returns and market value. *Environment, Development and Sustainability*, v. 23, n. 3, p. 4614–4633, 2021.

RACICOT, F. É.; RENTZ, W. F.; KAHL, A. L. Rolling Regression Analysis of the Pástor-Stambaugh Model: Evidence from Robust Instrumental Variables. *International Advances in Economic Research*, v. 23, n. 1, p. 75–90, 2017.

REHMAN, A.; BALOCH, Q. B. Evaluating Pakistan's Mutual Fund Performance: Validating through CAPM and Fama-French 3-Factor Model. *Journal of Managerial Sciences*, v. 1, n. 1, p. 173–182, 2016.

REHMAN, R. U. et al. The integration of conventional equity indices with environmental, social, and governance indices: Evidence from emerging economies. *Sustainability (Switzerland)*, v. 13, n. 2, p. 1–27, 2021.

RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, M. et al. Influence of ESGC indicators on financial performance of listed travel and leisure companies. *Sustainability (Switzerland)*, v. 11, n. 19, p. 1–20, 2019.

RUAN, L.; LIU, H. Environmental, social, governance activities and firm performance: evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, v. 13, n. 2, p. 1–16, 2021.

SÆTRA, H. S. A framework for evaluating and disclosing the esg related impacts of ai with the sdgs. *Sustainability (Switzerland)*, v. 13, n. 15, 2021.

SAHIN, Ö. et al. ESGM: ESG scores and the Missing pillar. *SSRN Electronic Journal*, n. 2021, p. 1–21, 2021.

SAHIN, Ö. et al. The pitfalls of (non-definitive) Environmental, Social, and Governance scoring methodology. *SSRN Electronic Journal*, 2022.

SHAFER, M.; SZADO, E. Environmental, social, and governance practices and perceived tail risk. *Accounting and Finance*, v. 60, p. 4195–4224, 2019.

SHAIKH, I. Environmental, Social, and Governance (Esg) Practice and Firm Performance: an International Evidence. *Journal of Business Economics and Management*, v. 23, n. 1, p. 218–237, 2021.

SHAKIL, M. H. Environmental, social and governance performance and stock price volatility: A moderating role of firm size. *Journal of Public Affairs*, v. 2030, n. October, p. 1–11, 2020.

SIGNORI, S. et al. Stakeholder value creation: Comparing esg and value added in

European companies. *Sustainability (Switzerland)*, v. 13, n. 3, p. 1–16, 2021.

SINGH, S. K. . ET. AL; Stakeholder pressure, green innovation, and performance in small and medium-sized enterprises: The role of green dynamic capabilities., 2021.

TALIENTO, M.; FAVINO, C.; NETTI, A. Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate “sustainability advantage” from Europe. *Sustainability (Switzerland)*, v. 11, n. 6, 2019.

TANG, H. The Effect of ESG Performance on Corporate Innovation in China: The Mediating Role of Financial Constraints and Agency Cost. *Sustainability (Switzerland)*, v. 14, n. 7, 2022.

TARMUJI, I.; MAELAH, R.; TARMUJI, N. H. The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, v. 7, n. 3, p. 67–74, 2016.

TUCKER III, J. J.; JONES, S. Environmental, Social, and Governance Investing: Investor Demand, the Great Wealth Transfer, and Strategies for ESG Investing. *Journal of Financial Service Professionals*, v. 74, n. 3, p. 56–75, 2020.

UN PRI. Materiality of ESG and KPIs. p. 23, 2014.

VAN DUUREN, E.; PLANTINGA, A.; SCHOLTENS, B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, v. 138, n. 3, p. 525–533, 2016.

VU, T. N.; LEHKONEN, H.; JUNTILA, J.-P. ESG Investment Performance: Evidence from Global Markets. *SSRN Electronic Journal*, 2022.

ZINGALES, L.; KASPERKEVIC, J.; SCHECHTER, A. Milton Friedman 50 Years Later. 2020.

APÊNDICES

Apêndice A – Resultados Da Regressão País: África Do Sul – ESG, E, S, G.

59 . xtreg YTDTotalReturn ESG Beta PBV tamanho Stakeholders PE ROA lnAtivo BV preo, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      639
Group variable: id                    Number of groups =      103

R-sq:  within = 0.1062                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0384                    avg =      6.2
      overall = 0.0967                    max =      7

                                          F(10,526)      =      6.25
corr(u_i, Xb) = -0.0668                Prob > F       =      0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0962271	.153011	0.63	0.530	-.2043606	.3968148
Beta	27.82766	5.538724	5.02	0.000	16.94692	38.70839
PBV	-.3182507	1.131466	-0.28	0.779	-2.540998	1.904496
tamanho	1.558428	1.404868	1.11	0.268	-1.201413	4.318269
Stakeholders	.1157888	.2218604	0.52	0.602	-.3200524	.5516299
PE	.0289392	.0228323	1.27	0.206	-.0159144	.0737928
ROA	1.494811	.3532077	4.23	0.000	.8009398	2.188682
lnAtivo	-2.914065	2.621179	-1.11	0.267	-8.063329	2.235199
BV	-1.532139	.7091374	-2.16	0.031	-2.925228	-.1390496
preo	.395075	.264216	1.50	0.135	-.123973	.9141231
_cons	39.08204	54.90517	0.71	0.477	-68.77829	146.9424
sigma_u	24.428711					
sigma_e	53.02008					
rho	.17511181	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(102, 526) = 0.82 Prob > F = 0.8839

61 . xtreg YTDTotalReturn E Beta PBV tamanho Stakeholders PE ROA lnAtivo BV preo, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      639
Group variable: id                    Number of groups =      103

R-sq:  within = 0.1112                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0313                    avg =      6.2
      overall = 0.0984                    max =      7

                                          F(10,526)      =      6.58
corr(u_i, Xb) = -0.0826                Prob > F       =      0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
E	.1985329	.108573	1.83	0.068	-.0147571	.4118229
Beta	26.86357	5.545399	4.84	0.000	15.96972	37.75742
PBV	-.4581	1.121198	-0.41	0.683	-2.660677	1.744477
tamanho	1.406241	1.401799	1.00	0.316	-1.347572	4.160054
Stakeholders	.0773906	.2173816	0.36	0.722	-.349652	.5044333
PE	.0294031	.0227401	1.29	0.197	-.0152695	.0740757
ROA	1.464564	.3520073	4.16	0.000	.7730508	2.156076
lnAtivo	-3.330823	2.595357	-1.28	0.200	-8.42936	1.767714
BV	-1.567024	.7059262	-2.22	0.027	-2.953805	-.1802426
preo	.4244617	.2622575	1.62	0.106	-.0907391	.9396625
_cons	47.41794	54.75005	0.87	0.387	-60.13768	154.9735
sigma_u	24.676222					
sigma_e	52.872227					
rho	.17886207	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(102, 526) = 0.85 Prob > F = 0.8478

```
63 . xtreg YTDTotalReturn S Beta PBV tamanho Stakeholders PE ROA lnAtivo BV preo, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      639
Group variable: id                    Number of groups =      103

R-sq:  within = 0.1063                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0442                    avg   =      6.2
      overall  = 0.0969                    max   =      7

corr(u_i, Xb) = -0.0673                F(10,526)       =      6.26
                                          Prob > F        =      0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
S	.0867718	.1308294	0.66	0.507	-.1702405	.3437841
Beta	27.94882	5.523935	5.06	0.000	17.09714	38.80051
PBV	-.3230198	1.130969	-0.29	0.775	-2.544791	1.898751
tamanho	1.495647	1.404954	1.06	0.288	-1.264362	4.255656
Stakeholders	.1137493	.2218664	0.51	0.608	-.3221037	.5496024
PE	.0286896	.0228494	1.26	0.210	-.0161977	.073577
ROA	1.504064	.3522396	4.27	0.000	.8120944	2.196033
lnAtivo	-2.871781	2.605003	-1.10	0.271	-7.989269	2.245706
BV	-1.539185	.7097661	-2.17	0.031	-2.933509	-.1448602
preo	.3877674	.2625982	1.48	0.140	-.1281026	.9036375
_cons	38.45606	54.7516	0.70	0.483	-69.10259	146.0147
sigma_u	24.306322					
sigma_e	53.017844					
rho	.17367763	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(102, 526) =      0.83      Prob > F = 0.8824
```

Apêndice B – Resultados Da Regressão País: Alemanha – ESG, E, S, G.

14 . xtreg YTDTotalReturn ESG Beta PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,026
Group variable: id                    Number of groups =     229

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1158                       min =          1
  between = 0.0570                       avg =         4.5
  overall = 0.0979                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0190                 F(10,787)       =    10.31
                                          Prob > F        =    0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG	.0006412	.0013085	0.49	0.624	-.0019274 .0032098
Beta	.3108914	.0426159	7.30	0.000	.2272371 .3945457
PBV	.0103059	.0032583	3.16	0.002	.00391 .0167018
tamanho	.0060504	.0056811	1.06	0.287	-.0051016 .0172024
Stakeholders	.0007802	.0007404	1.05	0.292	-.0006731 .0022336
PE	.000174	.0002254	0.77	0.440	-.0002685 .0006165
ROA	.3584727	.3168341	1.13	0.258	-.2634673 .9804126
LnAtivo	-.0627375	.0141294	-4.44	0.000	-.0904734 -.0350017
BV	-7.70e-06	5.31e-06	-1.45	0.147	-.0000181 2.72e-06
preço	.0005763	.0002445	2.36	0.019	.0000963 .0010563
_cons	1.147981	.2893187	3.97	0.000	.5800528 1.715908
sigma_u	.59992416				
sigma_e	.53409854				
rho	.5578512	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(228, 787) = 1.92 Prob > F = 0.0000

15 . xtreg YTDTotalReturn Beta G PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,026
Group variable: id                    Number of groups =     229

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1167                       min =          1
  between = 0.0545                       avg =         4.5
  overall = 0.0998                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0146                 F(10,787)       =    10.39
                                          Prob > F        =    0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Beta	.3207797	.0426206	7.53	0.000	.2371162 .4044432
G	-.0009569	.0009549	-1.00	0.317	-.0028313 .0009175
PBV	.0105984	.0032459	3.27	0.001	.0042267 .0169701
tamanho	.0057387	.0056667	1.01	0.312	-.0053849 .0168623
Stakeholders	.001178	.0006663	1.77	0.077	-.0001299 .002486
PE	.0001688	.0002253	0.75	0.454	-.0002735 .0006111
ROA	.3644452	.3167524	1.15	0.250	-.2573343 .9862248
LnAtivo	-.055747	.0130878	-4.26	0.000	-.0814382 -.0300559
BV	-7.91e-06	5.31e-06	-1.49	0.137	-.0000183 2.52e-06
preço	.000602	.000244	2.47	0.014	.0001231 .001081
_cons	1.047498	.2763653	3.79	0.000	.5049972 1.589998
sigma_u	.6006362				
sigma_e	.53383951				
rho	.5586755	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(228, 787) = 1.92 Prob > F = 0.0000

16 . xtreg YTDTotalReturn Beta S PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,026
Group variable: id                    Number of groups =     229

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1184                      min =          1
  between = 0.0549                     avg =          4.5
  overall = 0.0988                     max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0201                F(10,787)      =    10.57
                                          Prob > F       =    0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.3070905	.0422821	7.26	0.000	.2240914	.3900896
S	.001732	.001088	1.59	0.112	-.0004037	.0038677
PBV	.009934	.003256	3.05	0.002	.0035426	.0163254
tamanho	.0064635	.0056725	1.14	0.255	-.0046714	.0175984
Stakeholders	.0004204	.0007197	0.58	0.559	-.0009923	.0018332
PE	.0001785	.0002251	0.79	0.428	-.0002634	.0006204
ROA	.3546314	.3163669	1.12	0.263	-.2663913	.9756542
LnAtivo	-.0675322	.013485	-5.01	0.000	-.094003	-.0410613
BV	-8.31e-06	5.32e-06	-1.56	0.119	-.0000187	2.14e-06
preço	.0005508	.0002443	2.25	0.024	.0000712	.0010304
_cons	1.209899	.2800214	4.32	0.000	.6602222	1.759577
sigma_u	.60049549					
sigma_e	.53332203					
rho	.55903817	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(228, 787) = 1.93 Prob > F = 0.0000

13 . xtreg YTDTotalReturn Beta E PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,026
Group variable: id                    Number of groups =     229

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1156                      min =          1
  between = 0.0568                     avg =          4.5
  overall = 0.0984                     max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0170                F(10,787)      =    10.28
                                          Prob > F       =    0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.3146949	.0423418	7.43	0.000	.2315786	.3978112
E	-.0001449	.0010295	-0.14	0.888	-.0021658	.001876
PBV	.0104649	.0032457	3.22	0.001	.0040936	.0168361
tamanho	.0058332	.0056726	1.03	0.304	-.0053019	.0169684
Stakeholders	.0010162	.000718	1.42	0.157	-.0003932	.0024256
PE	.0001719	.0002254	0.76	0.446	-.0002706	.0006144
ROA	.35637	.3169218	1.12	0.261	-.265742	.978482
LnAtivo	-.0585241	.01447	-4.04	0.000	-.0869284	-.0301198
BV	-7.66e-06	5.31e-06	-1.44	0.150	-.0000181	2.77e-06
preço	.000587	.0002437	2.41	0.016	.0001087	.0010653
_cons	1.08076	.3015547	3.58	0.000	.4888128	1.672706
sigma_u	.59997092					
sigma_e	.53417329					
rho	.55782062	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(228, 787) = 1.92 Prob > F = 0.0000

Apêndice C – Resultados Da Regressão País: Arabia Saudita – ESG, E, S, G

18 . xtreg YTDTotalReturn ESG Beta E S G PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      209
Group variable: id                    Number of groups =      38

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1766                       min =          1
  between = 0.0003                       avg  =          5.5
  overall = 0.1365                       max  =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1780                  F(13,158)       =      2.61
                                          Prob > F        =      0.0026
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG	-.0208873	.011748	-1.78	0.077	-.0440906 .002316
Beta	.2737181	.1126504	2.43	0.016	.0512233 .496213
E	.0035743	.0028136	1.27	0.206	-.0019829 .0091315
S	.008126	.0068741	1.18	0.239	-.0054509 .0217029
G	.0092543	.0036796	2.52	0.013	.0019867 .016522
PBV	-.0369818	.0437318	-0.85	0.399	-.1233562 .0493927
tamanho	.0126978	.0285158	0.45	0.657	-.0436234 .0690191
Stakeholders	.0016986	.0011963	1.42	0.158	-.0006642 .0040614
PE	-.0001047	.0000801	-1.31	0.193	-.0002629 .0000535
ROA	.020199	.6093532	0.03	0.974	-1.18333 1.223728
LnAtivo	-.0193263	.0299696	-0.64	0.520	-.078519 .0398665
BV	-.0035847	.0223128	-0.16	0.873	-.0476546 .0404852
preço	.0175041	.0097669	1.79	0.075	-.0017865 .0367946
_cons	.1575349	.6622418	0.24	0.812	-1.150454 1.465523
sigma_u	.15697297				
sigma_e	.29274505				
rho	.22331406	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(37, 158) = 0.91 Prob > F = 0.6209

20 . xtreg YTDTotalReturn Beta E PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      209
Group variable: id                    Number of groups =      38

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1297                       min =          1
  between = 0.0344                       avg  =          5.5
  overall = 0.1214                       max  =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0943                  F(10,161)       =      2.40
                                          Prob > F        =      0.0111
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Beta	.2395312	.112082	2.14	0.034	.0181908 .4608716
E	-.0004779	.0016442	-0.29	0.772	-.0037248 .002769
PBV	-.0455293	.0440642	-1.03	0.303	-.1325477 .0414891
tamanho	.0128141	.0282792	0.45	0.651	-.0430319 .0686601
Stakeholders	.0021139	.0010735	1.97	0.051	-6.10e-06 .0042339
PE	-.0001198	.0000812	-1.47	0.142	-.0002802 .0000407
ROA	.0592187	.5944935	0.10	0.921	-1.114792 1.233229
LnAtivo	-.0068825	.0294665	-0.23	0.816	-.0650732 .0513083
BV	-.019184	.022067	-0.87	0.386	-.0627621 .0243941
preço	.0197801	.0096861	2.04	0.043	.0006519 .0389083
_cons	.0112861	.6635833	0.02	0.986	-1.299164 1.321736
sigma_u	.13973486				
sigma_e	.29814879				
rho	.18009682	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(37, 161) = 0.77 Prob > F = 0.8224

23 . xtreg YTDTotalReturn Beta S PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      209
Group variable: id                    Number of groups =      38

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1294                       min =          1
  between = 0.0318                       avg  =         5.5
  overall = 0.1211                       max  =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0925                  F(10,161)      =      2.39
                                          Prob > F       =      0.0113

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.2417449	.1134313	2.13	0.035	.0177399 .46575	
S	.0003386	.0018909	0.18	0.858	-.0033956 .0040728	
PBV	-.0453441	.0442219	-1.03	0.307	-.1326739 .0419857	
tamanho	.0108021	.0276617	0.39	0.697	-.0438244 .0654286	
Stakeholders	.001798	.0011987	1.50	0.136	-.0005691 .0041652	
PE	-.0001229	.0000812	-1.51	0.132	-.0002832 .0000374	
ROA	.0712417	.5984105	0.12	0.905	-1.110504 1.252988	
LnAtivo	-.0078079	.0300535	-0.26	0.795	-.0671578 .0515421	
BV	-.0209547	.0214503	-0.98	0.330	-.063315 .0214055	
preço	.01958	.0098005	2.00	0.047	.0002259 .0389342	
_cons	.0345892	.6718523	0.05	0.959	-1.29219 1.361369	
sigma_u	.13999222					
sigma_e	.29819731					
rho	.1805927	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(37, 161) = 0.77 Prob > F = 0.8272

25 . xtreg YTDTotalReturn Beta G PBV tamanho Stakeholders PE ROA LnAtivo BV preço, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      209
Group variable: id                    Number of groups =      38

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1508                       min =          1
  between = 0.0238                       avg  =         5.5
  overall = 0.1363                       max  =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0920                  F(10,161)      =      2.86
                                          Prob > F       =      0.0026

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.2726435	.111939	2.44	0.016	.0515855 .4937014	
G	.0020983	.0010371	2.02	0.045	.0000503 .0041464	
PBV	-.0359939	.0437705	-0.82	0.412	-.1224321 .0504444	
tamanho	.0048795	.0274545	0.18	0.859	-.0493379 .0590969	
Stakeholders	.0008971	.0010226	0.88	0.382	-.0011223 .0029165	
PE	-.0001169	.00008	-1.46	0.146	-.0002748 .0000411	
ROA	.2700442	.5964093	0.45	0.651	-.9077497 1.447838	
LnAtivo	-.0188734	.0297135	-0.64	0.526	-.0775518 .0399805	
BV	-.0142962	.0213884	-0.67	0.505	-.0565341 .0279417	
preço	.0160126	.009751	1.64	0.103	-.0032439 .035269	
_cons	.1885968	.6608534	0.29	0.776	-1.116462 1.493655	
sigma_u	.14102189					
sigma_e	.29450633					
rho	.18652184	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(37, 161) = 0.81 Prob > F = 0.7669

Apêndice D – Resultados Da Regressão País: Austrália – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 1,584
Number of groups = 261

R-sq:
within = 0.0601
between = 0.0239
overall = 0.0526

Obs per group:
min = 1
avg = 6.1
max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0510

F(10,1313) = 8.40
Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe-n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-.0017067	.0013612	-1.25	0.210	-.0043772	.0009637
Beta	-.0180678	.0322913	-0.56	0.576	-.0814159	.0452804
PBV	.0169745	.0033249	5.11	0.000	.0104517	.0234972
tamanho	.0018348	.0028855	0.64	0.525	-.0038259	.0074955
Stakeholders	-.0004919	.0005652	-0.87	0.384	-.0016008	.0006169
PE	-3.50e-06	.0000603	-0.06	0.954	-.0001219	.0001149
ROA	.2325794	.1440418	1.61	0.107	-.0499978	.5151566
LnAtivo	-.0108681	.015669	-0.69	0.488	-.0416072	.019871
BV	-.0047631	.0023979	-1.99	0.047	-.0094672	-.0000591
preço	.0015547	.0011357	1.37	0.171	-.0006734	.0037827
_cons	.4705165	.3001183	1.57	0.117	-.1182472	1.05928
sigma_u	.23941995					
sigma_e	.62656809					
rho	.12740766	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(260, 1313) = 0.89 Prob > F = 0.8898

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 1,584
Number of groups = 261

R-sq:
within = 0.0605
between = 0.0285
overall = 0.0545

Obs per group:
min = 1
avg = 6.1
max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0386

F(10,1313) = 8.46
Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe-n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.0208318	.0322252	-0.65	0.518	-.0840502	.0423867
E	.0014973	.0010268	1.46	0.145	-.0005171	.0035117
PBV	.0165327	.0033141	4.99	0.000	.0100312	.0230341
tamanho	.0022974	.0028857	0.80	0.426	-.0033636	.0079585
Stakeholders	-.0012107	.0005783	-2.09	0.036	-.0023452	-.0000762
PE	-6.46e-06	.0000603	-0.11	0.915	-.0001248	.0001119
ROA	.2281355	.1440773	1.58	0.114	-.0545113	.5107823
LnAtivo	-.0315562	.0154676	-2.04	0.042	-.0619	-.0012124
BV	-.0046912	.0023972	-1.96	0.051	-.009394	.0000116
preço	.0013128	.0011283	1.16	0.245	-.0009006	.0035263
_cons	.8132398	.3079261	2.64	0.008	.2091589	1.417321
sigma_u	.2382642					
sigma_e	.62643606					
rho	.12638211	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(260, 1313) = 0.88 Prob > F = 0.9059

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 1,584
 Number of groups = 261

R-sq:
 within = 0.0612
 between = 0.0209
 overall = 0.0529

Obs per group:
 min = 1
 avg = 6.1
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0546

F(10,1313) = 8.56
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.0180717	.0322437	-0.56	0.575	-.0813264	.045183
S	-.0019793	.0011302	-1.75	0.080	-.0041964	.0002378
PBV	.0172258	.0033292	5.17	0.000	.0106948	.0237569
tamanho	.0018554	.0028812	0.64	0.520	-.0037968	.0075075
Stakeholders	-.0004172	.0005531	-0.75	0.451	-.0015022	.0006677
PE	-5.26e-06	.0000603	-0.09	0.931	-.0001236	.000113
ROA	.2379006	.1439539	1.65	0.099	-.0445041	.5203053
LnAtivo	-.0106587	.0147193	-0.72	0.469	-.0395345	.0182172
BV	-.004791	.0023966	-2.00	0.046	-.0094926	-.0000894
preço	.0016986	.0011411	1.49	0.137	-.000054	.0039372
_cons	.4761991	.2878868	1.65	0.098	-.0885693	1.040968
sigma_u	.24005067					
sigma_e	.62621208					
rho	.12812071	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(260, 1313) = 0.89 Prob > F = 0.8799

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 1,584
 Number of groups = 261

R-sq:
 within = 0.0593
 between = 0.0259
 overall = 0.0526

Obs per group:
 min = 1
 avg = 6.1
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0452

F(10,1313) = 8.27
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.0196169	.0322793	-0.61	0.543	-.0829415	.0437077
G	-.0005824	.0009332	-0.62	0.533	-.0024132	.0012484
PBV	.0166464	.0033155	5.02	0.000	.0101421	.0231507
tamanho	.0019653	.0028846	0.68	0.496	-.0036937	.0076243
Stakeholders	-.0007392	.0005182	-1.43	0.154	-.0017557	.0002773
PE	-3.62e-06	.0000604	-0.06	0.952	-.0001221	.0001148
ROA	.2293769	.1443892	1.59	0.112	-.0538818	.5126356
LnAtivo	-.0174388	.014544	-1.20	0.231	-.0459708	.0110932
BV	-.004736	.0023988	-1.97	0.049	-.0094419	-.00003
preço	.001405	.0011285	1.25	0.213	-.0008089	.003619
_cons	.5760733	.2842051	2.03	0.043	.0185277	1.133619
sigma_u	.23888353					
sigma_e	.62685011					
rho	.12681006	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(260, 1313) = 0.88 Prob > F = 0.8984

Apêndice E – Resultados Da Regressão País: Canadá – ESG, E, S, G

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   1,312
Group variable: id                   Number of groups =   317

R-sq:                                Obs per group:
  within = 0.0881                      min =         1
  between = 0.4073                     avg =         4.1
  overall = 0.1487                     max =         7

corr(u_i, Xb) = 0.2151                F(10,985)      =   9.52
                                        Prob > F       =   0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0008298	.0010898	0.76	0.447	-.0013088	.0029685
Beta	.1408772	.0192231	7.33	0.000	.1031542	.1786002
PBV	-.0001653	.0003822	-0.43	0.665	-.0009153	.0005847
tamanho	.000854	.0035254	0.24	0.809	-.0060641	.0077722
Stakeholders	9.32e-06	.0004806	0.02	0.985	-.0009338	.0009525
PE	-3.83e-06	5.24e-06	-0.73	0.465	-.0000141	6.46e-06
ROA	1.007915	.1804668	5.59	0.000	.6537719	1.362059
LnAtivo	-.0107325	.0120519	-0.89	0.373	-.0343829	.012918
BV	-.0000487	.0001527	-0.32	0.750	-.0003482	.0002509
preço	.0004096	.0001735	2.36	0.018	.0000692	.00075
_cons	.1761632	.2552846	0.69	0.490	-.324801	.6771274
sigma_u	.81635374					
sigma_e	.45270563					
rho	.76480598	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(316, 985) = 3.63 Prob > F = 0.0000

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   1,312
Group variable: id                   Number of groups =   317

R-sq:                                Obs per group:
  within = 0.0884                      min =         1
  between = 0.4166                     avg =         4.1
  overall = 0.1511                     max =         7

corr(u_i, Xb) = 0.2198                F(10,985)      =   9.55
                                        Prob > F       =   0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1413011	.0192239	7.35	0.000	.1035766	.1790256
E	-.0007396	.0007966	-0.93	0.353	-.0023029	.0008237
PBV	-.0001763	.0003822	-0.46	0.645	-.0009263	.0005737
tamanho	.0009327	.0035261	0.26	0.791	-.0059868	.0078522
Stakeholders	.000483	.0004855	0.99	0.320	-.0004698	.0014357
PE	-3.27e-06	5.22e-06	-0.63	0.531	-.0000135	6.98e-06
ROA	1.005043	.1803938	5.57	0.000	.6510431	1.359044
LnAtivo	-.0030845	.01232	-0.25	0.802	-.0272609	.0210918
BV	-.000068	.0001526	-0.45	0.656	-.0003674	.0002313
preço	.0003822	.0001734	2.20	0.028	.000042	.0007225
_cons	.0534302	.2651864	0.20	0.840	-.466965	.5738254
sigma_u	.81499694					
sigma_e	.45264083					
rho	.76425862	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(316, 985) = 3.63 Prob > F = 0.0000

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       1,312
Group variable: id                       Number of groups =        317

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0880                          min =           1
  between = 0.4135                          avg =           4.1
  overall = 0.1495                          max =           7

corr(u_i, Xb) = 0.2173                    F(10,985)      =         9.51
                                           Prob > F       =         0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1410429	.0192245	7.34	0.000	.1033173 .1787685	
S	.0006043	.0008814	0.69	0.493	-.0011253 .0023339	
PBV	-.0001672	.0003822	-0.44	0.662	-.0009173 .0005828	
tamanho	.000733	.0035295	0.21	0.836	-.0061933 .0076593	
Stakeholders	.0000709	.0004492	0.16	0.875	-.0008106 .0009525	
PE	-3.70e-06	5.23e-06	-0.71	0.480	-.000014 6.57e-06	
ROA	1.007101	.1804615	5.58	0.000	.6529676 1.361234	
LnAtivo	-.0103999	.0120425	-0.86	0.388	-.0340318 .0132321	
BV	-.0000534	.0001523	-0.35	0.726	-.0003523 .0002456	
preço	.0004096	.0001737	2.36	0.019	.0000688 .0007505	
_cons	.1758711	.2564608	0.69	0.493	-.3274013 .6791435	
sigma_u	.81579328					
sigma_e	.45273081					
rho	.76453879	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(316, 985) = 3.63 Prob > F = 0.0000

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       1,312
Group variable: id                       Number of groups =        317

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0891                          min =           1
  between = 0.3903                          avg =           4.1
  overall = 0.1473                          max =           7

corr(u_i, Xb) = 0.2101                    F(10,985)      =         9.63
                                           Prob > F       =         0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.14029	.0192205	7.30	0.000	.1025723 .1780078	
G	.0009004	.0007189	1.25	0.211	-.0005104 .0023111	
PBV	-.0001638	.000382	-0.43	0.668	-.0009134 .0005858	
tamanho	.0011956	.0035346	0.34	0.735	-.0057406 .0081317	
Stakeholders	.0000784	.0004093	0.19	0.848	-.0007248 .0008815	
PE	-3.92e-06	5.23e-06	-0.75	0.454	-.0000142 6.35e-06	
ROA	1.008126	.1803489	5.59	0.000	.6542138 1.362038	
LnAtivo	-.0090428	.0113779	-0.79	0.427	-.0313704 .0132849	
BV	-.0000418	.0001526	-0.27	0.784	-.0003413 .0002578	
preço	.0004117	.000173	2.38	0.018	.0000722 .0007512	
_cons	.1263275	.2498107	0.51	0.613	-.3638947 .6165498	
sigma_u	.81747206					
sigma_e	.45247874					
rho	.76547815	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(316, 985) = 3.64 Prob > F = 0.0000

Apêndice F – Resultados Da Regressão País: China – ESG, E, S, G.

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs   =    2,660
Number of groups =     792

R-sq:
  within = 0.1959
  between = 0.0846
  overall = 0.1681
Obs per group:
  min =    1
  avg =   3.4
  max =    7

corr(u_i, Xb) = -0.1208
F(10,1858)    =    45.25
Prob > F      =    0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.000104	.0013701	0.08	0.940	-.0025832	.0027911
Beta	.1941771	.0435036	4.46	0.000	.1088561	.2794981
PBV	-.00085	.0045052	-0.19	0.850	-.0096858	.0079858
tamanho	.0086811	.003758	2.31	0.021	.0013107	.0160514
Stakeholders	-.0004265	.000545	-0.78	0.434	-.0014954	.0006424
PE	.0004914	.0000833	5.90	0.000	.000328	.0006547
ROA	3.892178	.3088754	12.60	0.000	3.286399	4.497958
LnAtivo	-.0127967	.0136943	-0.93	0.350	-.0396544	.0140611
BV	-.1496192	.0255091	-5.87	0.000	-.1996487	-.0995897
preço	.0156037	.0025996	6.00	0.000	.0105051	.0207022
_cons	.1849177	.307091	0.60	0.547	-.417362	.7871974
sigma_u	.36265735					
sigma_e	.73181661					
rho	.1971595	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(791, 1858) = 0.75 Prob > F = 1.0000

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs   =    2,660
Number of groups =     792

R-sq:
  within = 0.1959
  between = 0.0846
  overall = 0.1682
Obs per group:
  min =    1
  avg =   3.4
  max =    7

corr(u_i, Xb) = -0.1201
F(10,1858)    =    45.26
Prob > F      =    0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1950007	.0435578	4.48	0.000	.1095734	.2804281
E	.0002805	.0009324	0.30	0.764	-.0015482	.0021092
PBV	-.0008837	.0045058	-0.20	0.845	-.0097207	.0079532
tamanho	.0087337	.0037606	2.32	0.020	.0013582	.0161092
Stakeholders	-.0004748	.0005325	-0.89	0.373	-.0015192	.0005695
PE	.0004909	.0000833	5.90	0.000	.0003276	.0006542
ROA	3.889518	.308976	12.59	0.000	3.283541	4.495494
LnAtivo	-.0136954	.0138702	-0.99	0.324	-.0408982	.0135073
BV	-.1494515	.0255144	-5.86	0.000	-.1994914	-.0994117
preço	.015587	.0025998	6.00	0.000	.0104881	.0206858
_cons	.2019785	.3120802	0.65	0.518	-.4100862	.8140433
sigma_u	.36254394					
sigma_e	.73179992					
rho	.19706773	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(791, 1858) = 0.75 Prob > F = 1.0000

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 2,660
 Number of groups = 792

R-sq:
 within = 0.1964
 between = 0.0859
 overall = 0.1684

Obs per group:
 min = 1
 avg = 3.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1223

F(10,1858) = 45.40
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1982302	.0436249	4.54	0.000	.1126711	.2837892
S	-.0013178	.0011986	-1.10	0.272	-.0036685	.001033
PBV	-.0005364	.0045107	-0.12	0.905	-.009383	.0083102
tamanho	.0088053	.0037578	2.34	0.019	.0014354	.0161752
Stakeholders	-.0001216	.0005482	-0.22	0.824	-.0011968	.0009536
PE	.0004897	.0000832	5.88	0.000	.0003264	.0006529
ROA	3.901374	.3088052	12.63	0.000	3.295733	4.507016
LnAtivo	-.0091863	.0136977	-0.67	0.503	-.0360508	.0176783
BV	-.1494218	.0255014	-5.86	0.000	-.1994362	-.0994073
preço	.0155608	.0025989	5.99	0.000	.0104638	.0206578
_cons	.1248475	.3095061	0.40	0.687	-.4821688	.7318638
sigma_u	.36262097					
sigma_e	.73157982					
rho	.1972302	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(791, 1858) = 0.75 Prob > F = 1.0000

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 2,660
 Number of groups = 792

R-sq:
 within = 0.1970
 between = 0.0846
 overall = 0.1692

Obs per group:
 min = 1
 avg = 3.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1200

F(10,1858) = 45.58
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1940681	.0434586	4.47	0.000	.1088352	.279301
G	.0013801	.0008479	1.63	0.104	-.0002828	.003043
PBV	-.0006271	.0045024	-0.14	0.889	-.0094574	.0082031
tamanho	.0084833	.0037568	2.26	0.024	.0011153	.0158513
Stakeholders	-.0005425	.0004896	-1.11	0.268	-.0015028	.0004178
PE	.0004956	.0000832	5.95	0.000	.0003324	.0006589
ROA	3.885533	.3086157	12.59	0.000	3.280264	4.490803
LnAtivo	-.0132175	.0133491	-0.99	0.322	-.0393984	.0129634
BV	-.1500795	.0254925	-5.89	0.000	-.2000765	-.1000826
preço	.0156869	.0025981	6.04	0.000	.0105913	.0207824
_cons	.138221	.3061435	0.45	0.652	-.4622003	.7386423
sigma_u	.3627664					
sigma_e	.7312965					
rho	.19747995	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(791, 1858) = 0.75 Prob > F = 1.0000

Apêndice G – Resultados Da Regressão País: Brasil – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 491
 Number of groups = 106

R-sq:
 within = 0.1771
 between = 0.0190
 overall = 0.1189

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.6
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1941

F(10,375) = 8.07
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG	-.0014949	.0013551	-1.10	0.271	-.0041594 .0011696
Beta	.0708568	.0475591	1.49	0.137	-.0226592 .1643728
PBV	.0437121	.0092913	4.70	0.000	.0254425 .0619817
tamanho	-.024096	.0103511	-2.33	0.020	-.0444495 -.0037425
Stakeholders	-.0001717	.0007769	-0.22	0.825	-.0016994 .001356
PE	-.0002115	.0000955	-2.21	0.027	-.0003993 -.0000237
ROA	.1128861	.2321767	0.49	0.627	-.3436452 .5694174
LnAtivo	.0925176	.0260401	3.55	0.000	.0413146 .1437206
BV	.0036362	.0033831	1.07	0.283	-.0030161 .0102885
preço	.0395084	.0083907	4.71	0.000	.0230097 .056007
_cons	-2.151443	.5607596	-3.84	0.000	-3.254071 -1.048816
sigma_u	.25216572				
sigma_e	.4282119				
rho	.25748848	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(105, 375) = 1.12 Prob > F = 0.2171

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 491
 Number of groups = 106

R-sq:
 within = 0.1817
 between = 0.0156
 overall = 0.1221

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.6
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1951

F(10,375) = 8.32
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Beta	.0675926	.0474616	1.42	0.155	-.0257317 .1609169
E	-.0018958	.0010419	-1.82	0.070	-.0039444 .0001528
PBV	.0437557	.0092636	4.72	0.000	.0255407 .0619707
tamanho	-.0235857	.0103283	-2.28	0.023	-.0438943 -.0032771
Stakeholders	.0001084	.0007796	0.14	0.890	-.0014245 .0016412
PE	-.0002091	.0000952	-2.20	0.029	-.0003963 -.0000218
ROA	.1191048	.2314089	0.51	0.607	-.3359169 .5741265
LnAtivo	.0971577	.0259359	3.75	0.000	.0461596 .1481557
BV	.0035315	.0033727	1.05	0.296	-.0031002 .0101632
preço	.039587	.0083622	4.73	0.000	.0231443 .0560297
_cons	-2.253501	.5623151	-4.01	0.000	-3.359187 -1.147815
sigma_u	.25441201				
sigma_e	.42702507				
rho	.26196596	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(105, 375) = 1.13 Prob > F = 0.2014

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 491
 Number of groups = 106

R-sq:
 within = 0.1746
 between = 0.0112
 overall = 0.1138

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.6
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1985

F(10,375) = 7.93
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.071256	.0476612	1.50	0.136	-.0224606	.1649726
S	-.000271	.0011715	-0.23	0.817	-.0025745	.0020325
PBV	.0434704	.009305	4.67	0.000	.0251739	.0617668
tamanho	-.0242811	.0103662	-2.34	0.020	-.0446644	-.0038979
Stakeholders	-.0005028	.000758	-0.66	0.508	-.0019932	.0009876
PE	-.0002099	.0000958	-2.19	0.029	-.0003982	-.0000215
ROA	.1217359	.2324131	0.52	0.601	-.3352603	.5787322
LnAtivo	.0866966	.0262424	3.30	0.001	.0350958	.1382973
BV	.0035722	.0033899	1.05	0.293	-.0030934	.0102379
preço	.0390233	.0083936	4.65	0.000	.0225189	.0555278
_cons	-2.065441	.5649977	-3.66	0.000	-3.176401	-.95448
sigma_u	.25548973					
sigma_e	.42887559					
rho	.26192846	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(105, 375) = 1.13 Prob > F = 0.2026

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 491
 Number of groups = 106

R-sq:
 within = 0.1746
 between = 0.0120
 overall = 0.1133

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.6
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.2000

F(10,375) = 7.93
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0709939	.0476333	1.49	0.137	-.022668	.1646558
G	-.000315	.0011425	-0.28	0.783	-.0025614	.0019314
PBV	.0433729	.0093027	4.66	0.000	.0250808	.0616649
tamanho	-.0241212	.0103886	-2.32	0.021	-.0445485	-.0036939
Stakeholders	-.0005233	.0007131	-0.73	0.463	-.0019255	.0008788
PE	-.0002087	.0000956	-2.18	0.030	-.0003967	-.0000206
ROA	.1161841	.2331671	0.50	0.619	-.3422948	.5746629
LnAtivo	.085248	.0251842	3.38	0.001	.035728	.134768
BV	.0035722	.003389	1.05	0.293	-.0030917	.0102361
preço	.0393761	.0084785	4.64	0.000	.0227047	.0560475
_cons	-2.031495	.5524651	-3.68	0.000	-3.117812	-.9451769
sigma_u	.25494619					
sigma_e	.42886273					
rho	.26111744	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(105, 375) = 1.15 Prob > F = 0.1771

Apêndice H – Resultados Da Regressão País: Coreia do Sul – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 769
 Number of groups = 142

R-sq:
 within = 0.2790
 between = 0.0902
 overall = 0.2587

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0895

F(10,617) = 23.87
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-.0004223	.0012919	-0.33	0.744	-.0029593	.0021147
Beta	.0732685	.0347603	2.11	0.035	.0050056	.1415313
PBV	.1200886	.0100356	11.97	0.000	.1003805	.1397968
tamanho	-.0232575	.012535	-1.86	0.064	-.047874	.0013589
Stakeholders	.0001206	.0008486	0.14	0.887	-.0015459	.0017872
PE	1.63e-06	.0000154	0.11	0.916	-.0000286	.0000319
ROA	1.724882	.3946493	4.37	0.000	.949863	2.4999
LnAtivo	.0923058	.0218648	4.22	0.000	.0493673	.1352443
BV	.000269	.0002332	1.15	0.249	-.000189	.0007269
preço	-.0001811	.0001711	-1.06	0.290	-.0005172	.0001549
_cons	-2.342715	.4792246	-4.89	0.000	-3.283824	-1.401606
sigma_u	.26035853					
sigma_e	.4424585					
rho	.25719976	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(141, 617) = 1.17 Prob > F = 0.1085

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 769
 Number of groups = 142

R-sq:
 within = 0.2816
 between = 0.0872
 overall = 0.2601

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0895

F(10,617) = 24.18
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0682189	.0347765	1.96	0.050	-.0000759	.1365136
E	.0014525	.0009477	1.53	0.126	-.0004086	.0033135
PBV	.118623	.0099734	11.89	0.000	.0990371	.1382089
tamanho	-.0223557	.0125154	-1.79	0.075	-.0469337	.0022223
Stakeholders	-.0009529	.000803	-1.19	0.236	-.0025299	.0006241
PE	1.67e-06	.0000154	0.11	0.913	-.0000285	.0000319
ROA	1.690404	.393501	4.30	0.000	.9176401	2.463168
LnAtivo	.0820343	.0209564	3.91	0.000	.0408798	.1231888
BV	.0002437	.0002333	1.04	0.297	-.0002145	.0007019
preço	-.0001783	.0001706	-1.05	0.296	-.0005134	.0001568
_cons	-2.133511	.4648287	-4.59	0.000	-3.046349	-1.220673
sigma_u	.26163238					
sigma_e	.4416569					
rho	.25976584	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(141, 617) = 1.18 Prob > F = 0.0971


```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      769
Group variable: id                    Number of groups =      142

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.2797                       min =          1
  between = 0.0916                       avg  =         5.4
  overall = 0.2597                       max  =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0866                 F(10,617)      =      23.95
                                          Prob > F       =      0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.073946	.0347322	2.13	0.034	.0057384	.1421536
S	-.0009505	.0011398	-0.83	0.405	-.0031889	.0012879
PBV	.1205582	.0100142	12.04	0.000	.1008921	.1402243
tamanho	-.0230047	.0125229	-1.84	0.067	-.0475975	.001588
Stakeholders	.0004802	.0008854	0.54	0.588	-.0012586	.0022191
PE	1.46e-06	.0000154	0.09	0.924	-.0000288	.0000317
ROA	1.739692	.3946242	4.41	0.000	.9647222	2.514661
LnAtivo	.0948479	.0212821	4.46	0.000	.0530536	.1366421
BV	.0002594	.0002334	1.11	0.267	-.0001989	.0007177
preço	-.0001719	.0001714	-1.00	0.316	-.0005085	.0001648
_cons	-2.395646	.4702722	-5.09	0.000	-3.319174	-1.472118
sigma_u	.259702					
sigma_e	.44224766					
rho	.25641794	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(141, 617) = 1.17 Prob > F = 0.1125

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      769
Group variable: id                    Number of groups =      142

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.2798                       min =          1
  between = 0.0870                       avg  =         5.4
  overall = 0.2586                       max  =          7

corr(u_i, Xb) = -0.0946                 F(10,617)      =      23.98
                                          Prob > F       =      0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0724975	.0346961	2.09	0.037	.0043608	.1406342
G	-.0008748	.0009457	-0.93	0.355	-.0027319	.0009823
PBV	.1203764	.0099869	12.05	0.000	.100764	.1399889
tamanho	-.0237976	.0125418	-1.90	0.058	-.0484274	.0008323
Stakeholders	.000151	.0006243	0.24	0.809	-.0010751	.0013771
PE	1.72e-06	.0000154	0.11	0.911	-.0000285	.0000319
ROA	1.72387	.3936811	4.38	0.000	.9507527	2.496987
LnAtivo	.0963976	.0216129	4.46	0.000	.0539538	.1388414
BV	.0002547	.0002336	1.09	0.276	-.0002041	.0007135
preço	-.0001817	.0001708	-1.06	0.288	-.0005171	.0001538
_cons	-2.413141	.4720295	-5.11	0.000	-3.34012	-1.486161
sigma_u	.26150342					
sigma_e	.44219029					
rho	.25911261	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(141, 617) = 1.18 Prob > F = 0.1010

Apêndice I – Resultados Da Regressão País: EUA – ESG, E, S, G

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    6,824
Group variable: id                    Number of groups =    1,556

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0082                       min =          1
  between = 0.0000                       avg =          4.4
  overall = 0.0001                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.9098                 F(10,5258)     =    4.34
                                          Prob > F       =    0.0000

```

YTDTotalRe^n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-.0020586	.0014115	-1.46	0.145	-.0048258	.0007086
Beta	.196028	.0354731	5.53	0.000	.126486	.26557
PBV	-4.91e-06	.0000105	-0.47	0.641	-.0000255	.0000157
tamanho	.0018099	.0025121	0.72	0.471	-.0031149	.0067346
Stakeholders	.0002972	.0007279	0.41	0.683	-.0011297	.0017241
PE	.0001421	.0000685	2.07	0.038	7.68e-06	.0002764
ROA	.0592055	.0688878	0.86	0.390	-.0758431	.1942541
LnAtivo	-.0125976	.0115656	-1.09	0.276	-.0352709	.0100758
BV	-3.90e-11	1.69e-09	-0.02	0.982	-3.36e-09	3.28e-09
preço	.0002704	.0001235	2.19	0.029	.0000283	.0005125
_cons	.309674	.246766	1.25	0.210	-.1740898	.7934378
sigma_u	3.1530497					
sigma_e	1.5814505					
rho	.79899989	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(1555, 5258) = 0.76 Prob > F = 1.0000

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    6,824
Group variable: id                    Number of groups =    1,556

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0078                       min =          1
  between = 0.0000                       avg =          4.4
  overall = 0.0001                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.9059                 F(10,5258)     =    4.13
                                          Prob > F       =    0.0000

```

YTDTotalRe^n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1963904	.0354818	5.53	0.000	.1268313	.2659494
E	-.0003422	.0010436	-0.33	0.743	-.002388	.0017036
PBV	-4.82e-06	.0000105	-0.46	0.647	-.0000254	.0000158
tamanho	.0017549	.0025123	0.70	0.485	-.0031703	.0066801
Stakeholders	-.000173	.0007532	-0.23	0.818	-.0016495	.0013036
PE	.0001431	.0000686	2.09	0.037	8.75e-06	.0002775
ROA	.06183	.0689016	0.90	0.370	-.0732457	.1969058
LnAtivo	-.0146229	.01156	-1.26	0.206	-.0372853	.0080396
BV	-4.50e-12	1.69e-09	-0.00	0.998	-3.32e-09	3.31e-09
preço	.0002639	.0001234	2.14	0.033	.0000219	.0005059
_cons	.2854041	.2471397	1.15	0.248	-.1990923	.7699005
sigma_u	3.0793031					
sigma_e	1.5817542					
rho	.79122706	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(1555, 5258) = 0.76 Prob > F = 1.0000

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      6,824
Group variable: id                    Number of groups =      1,556

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0081                       min =          1
  between = 0.0000                       avg =          4.4
  overall = 0.0001                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.9081                F(10,5258)     =      4.29
                                          Prob > F       =      0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1965627	.0354752	5.54	0.000	.1270165	.2661089
S	-.0016172	.0012665	-1.28	0.202	-.0041	.0008657
PBV	-4.91e-06	.0000105	-0.47	0.641	-.0000255	.0000157
tamanho	.0018319	.0025127	0.73	0.466	-.0030941	.0067579
Stakeholders	.0002021	.0007199	0.28	0.779	-.0012093	.0016135
PE	.0001428	.0000685	2.08	0.037	8.38e-06	.0002771
ROA	.0592566	.0688948	0.86	0.390	-.0758058	.1943189
LnAtivo	-.0131471	.0115401	-1.14	0.255	-.0357706	.0094763
BV	-5.16e-11	1.69e-09	-0.03	0.976	-3.37e-09	3.27e-09
preço	.0002674	.0001235	2.17	0.030	.0000254	.0005095
_cons	.3070311	.2467636	1.24	0.213	-.1767281	.7907903
sigma_u	3.1197473					
sigma_e	1.5815251					
rho	.79555235	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all $u_i=0$: $F(1555, 5258) = 0.76$ Prob > F = 1.0000

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      6,824
Group variable: id                    Number of groups =      1,556

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0091                       min =          1
  between = 0.0000                       avg =          4.4
  overall = 0.0001                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.9143                F(10,5258)     =      4.83
                                          Prob > F       =      0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1975459	.0354596	5.57	0.000	.1280303	.2670614
G	-.0027939	.0010549	-2.65	0.008	-.004862	-.0007258
PBV	-5.21e-06	.0000105	-0.50	0.620	-.0000258	.0000154
tamanho	.0017511	.0025106	0.70	0.486	-.0031707	.0066728
Stakeholders	.0002003	.0006212	0.32	0.747	-.0010176	.0014181
PE	.0001401	.0000685	2.04	0.041	5.77e-06	.0002744
ROA	.0621457	.0688409	0.90	0.367	-.072811	.1971025
LnAtivo	-.0134414	.011442	-1.17	0.240	-.0358725	.0089897
BV	-4.94e-11	1.69e-09	-0.03	0.977	-3.36e-09	3.27e-09
preço	.0002789	.0001235	2.26	0.024	.0000368	.000521
_cons	.3826239	.2487319	1.54	0.124	-.104994	.8702418
sigma_u	3.2503046					
sigma_e	1.5807163					
rho	.80872414	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all $u_i=0$: $F(1555, 5258) = 0.76$ Prob > F = 1.0000

Apêndice J – Resultados Da Regressão País: França – ESG, E, S, G

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       738
Group variable: id                        Number of groups =       141

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0864                           min =           1
  between = 0.1228                          avg =           5.2
  overall = 0.0923                           max =           7

corr(u_i, Xb) = 0.0233                       F(10,587)      =         5.55
                                         Prob > F       =         0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ESG	-.0006376	.000991	-0.64	0.520	-.0025838 .0013087
Beta	-.0121974	.0348316	-0.35	0.726	-.0806072 .0562125
PBV	.0144756	.0035809	4.04	0.000	.0074428 .0215085
tamanho	.0026574	.0038631	0.69	0.492	-.0049298 .0102445
Stakeholders	-.0002725	.0005092	-0.54	0.593	-.0012725 .0007275
PE	2.10e-06	.0000272	0.08	0.939	-.0000514 .0000556
ROA	.2609845	.2652468	0.98	0.326	-.2599637 .7819328
LnAtivo	.0027642	.0109981	0.25	0.802	-.0188363 .0243646
BV	-.0002192	.0002273	-0.96	0.335	-.0006656 .0002271
preço	.0003075	.0001124	2.73	0.006	.0000867 .0005284
_cons	.0573774	.2295525	0.25	0.803	-.3934668 .5082216
sigma_u	.17256119				
sigma_e	.30928574				
rho	.23739272	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(140, 587) = 0.73 Prob > F = 0.9869

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       738
Group variable: id                        Number of groups =       141

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0858                           min =           1
  between = 0.1250                          avg =           5.2
  overall = 0.0934                           max =           7

corr(u_i, Xb) = 0.0323                       F(10,587)      =         5.51
                                         Prob > F       =         0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Beta	-.0132277	.0348669	-0.38	0.705	-.0817068 .0552514
E	.0001464	.0007121	0.21	0.837	-.0012523 .001545
PBV	.0141694	.0035771	3.96	0.000	.0071439 .0211948
tamanho	.0031746	.0038458	0.83	0.409	-.0043786 .0107279
Stakeholders	-.0004573	.0004666	-0.98	0.327	-.0013738 .0004592
PE	2.42e-06	.0000272	0.09	0.929	-.0000511 .0000559
ROA	.2659358	.2652111	1.00	0.316	-.2549423 .7868139
LnAtivo	-.0020435	.0108488	-0.19	0.851	-.0233508 .0192638
BV	-.0002068	.0002269	-0.91	0.362	-.0006524 .0002387
preço	.0003066	.0001125	2.72	0.007	.0000856 .0005276
_cons	.1276897	.2314938	0.55	0.581	-.3269673 .5823466
sigma_u	.1723676				
sigma_e	.30938364				
rho	.23687211	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(140, 587) = 0.73 Prob > F = 0.9889

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 738
 Number of groups = 141

R-sq:
 within = 0.0860
 between = 0.1253
 overall = 0.0929

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.2
 max = 7

corr(u_i, Xb) = 0.0286

F(10,587) = 5.52
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.0131605	.0348282	-0.38	0.706	-.0815635	.0552425
S	-.0003296	.0007656	-0.43	0.667	-.0018333	.0011741
PBV	.01441	.003585	4.02	0.000	.007369	.021451
tamanho	.0028662	.0038395	0.75	0.456	-.0046746	.010407
Stakeholders	-.0003545	.0004797	-0.74	0.460	-.0012967	.0005876
PE	2.02e-06	.0000272	0.07	0.941	-.0000515	.0000555
ROA	.2665436	.265143	1.01	0.315	-.2542008	.787288
LnAtivo	.000946	.0103445	0.09	0.927	-.0193708	.0212627
BV	-.0002153	.0002272	-0.95	0.344	-.0006616	.000231
preço	.0003085	.0001125	2.74	0.006	.0000875	.0005294
_cons	.0861038	.2215947	0.39	0.698	-.3491111	.5213187
sigma_u	.17237551					
sigma_e	.30934596					
rho	.23693272	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(140, 587) = 0.73 Prob > F = 0.9876

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 738
 Number of groups = 141

R-sq:
 within = 0.0861
 between = 0.1218
 overall = 0.0925

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.2
 max = 7

corr(u_i, Xb) = 0.0255

F(10,587) = 5.53
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.0118351	.0348788	-0.34	0.734	-.0803376	.0566673
G	-.0003359	.0006508	-0.52	0.606	-.001614	.0009423
PBV	.0143006	.003564	4.01	0.000	.0073008	.0213004
tamanho	.002928	.0038201	0.77	0.444	-.0045747	.0104306
Stakeholders	-.000338	.0004808	-0.70	0.482	-.0012823	.0006063
PE	2.31e-06	.0000272	0.09	0.932	-.0000511	.0000558
ROA	.259694	.2654853	0.98	0.328	-.2617228	.7811107
LnAtivo	.0005324	.0098016	0.05	0.957	-.018718	.0197828
BV	-.0002162	.0002272	-0.95	0.342	-.0006624	.0002299
preço	.0003055	.0001125	2.72	0.007	.0000845	.0005265
_cons	.0891543	.2183137	0.41	0.683	-.3396168	.5179254
sigma_u	.17261092					
sigma_e	.30932459					
rho	.23745157	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(140, 587) = 0.73 Prob > F = 0.9873

Apêndice K – Resultados Da Regressão País: Índia – ESG, E, S, G

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs   =       769
Group variable: id                             Number of groups =       144

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.1939                               min =          1
  between = 0.0186                              avg =         5.3
  overall = 0.1638                              max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1465                         F(10, 615)      =      14.80
                                                Prob > F        =      0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0008399	.0013269	0.63	0.527	-.0017658	.0034457
Beta	.1392709	.0374054	3.72	0.000	.0658132	.2127286
PBV	.0124146	.001444	8.60	0.000	.0095789	.0152504
tamanho	-.0028014	.0089214	-0.31	0.754	-.0203215	.0147188
Stakeholders	.0008301	.0007316	1.13	0.257	-.0006065	.0022668
PE	.0003711	.0000357	10.40	0.000	.000301	.0004411
ROA	.7869448	.2741673	2.87	0.004	.2485271	1.325362
LnAtivo	.0015047	.0175704	0.09	0.932	-.0330006	.0360101
BV	.0022971	.0014596	1.57	0.116	-.0005694	.0051636
preço	-.0010007	.0005151	-1.94	0.053	-.0020123	.0000109
_cons	-.2136543	.3827312	-0.56	0.577	-.9652728	.5379642
sigma_u	.30988253					
sigma_e	.43823145					
rho	.33334209	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(143, 615) = 1.13 Prob > F = 0.1591

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs   =       769
Group variable: id                             Number of groups =       144

R-sq:                                           Obs per group:
  within = 0.1936                               min =          1
  between = 0.0226                              avg =         5.3
  overall = 0.1653                              max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1390                         F(10, 615)      =      14.76
                                                Prob > F        =      0.0000
```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1370861	.0372099	3.68	0.000	.0640123	.2101599
E	-.0003058	.0008804	-0.35	0.728	-.0020347	.001423
PBV	.0124551	.0014443	8.62	0.000	.0096187	.0152915
tamanho	-.0034917	.0088735	-0.39	0.694	-.0209178	.0139344
Stakeholders	.0011605	.0007204	1.61	0.108	-.0002543	.0025752
PE	.0003724	.0000357	10.43	0.000	.0003023	.0004426
ROA	.8043801	.2743088	2.93	0.003	.2656846	1.343076
LnAtivo	.0052786	.0173485	0.30	0.761	-.0287909	.0393482
BV	.0021326	.0014528	1.47	0.143	-.0007205	.0049856
preço	-.0009379	.0005119	-1.83	0.067	-.0019432	.0000674
_cons	-.2575816	.3842397	-0.67	0.503	-1.012163	.4969994
sigma_u	.30750706					
sigma_e	.43833118					
rho	.32983014	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(143, 615) = 1.13 Prob > F = 0.1733

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 769
 Number of groups = 144

R-sq:
 within = 0.1934
 between = 0.0209
 overall = 0.1646

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.3
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1418

F(10, 615) = 14.75
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.137197	.0376869	3.64	0.000	.0631864	.2112075
S	.0000895	.001106	0.08	0.936	-.0020824	.0022615
PBV	.012438	.0014443	8.61	0.000	.0096017	.0152743
tamanho	-.0033533	.0089035	-0.38	0.707	-.0208383	.0141316
Stakeholders	.0010257	.0007062	1.45	0.147	-.0003613	.0024126
PE	.0003718	.0000357	10.42	0.000	.0003017	.0004418
ROA	.7961396	.2745974	2.90	0.004	.2568772	1.335402
LnAtivo	.0037263	.0179594	0.21	0.836	-.0315429	.0389955
BV	.0021942	.0014647	1.50	0.135	-.0006822	.0050705
preço	-.0009615	.0005188	-1.85	0.064	-.0019804	.0000573
_cons	-.2334226	.3877496	-0.60	0.547	-.9948964	.5280512
sigma_u	.30844323					
sigma_e	.43837185					
rho	.33113426	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(143, 615) = 1.13 Prob > F = 0.1748

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 769
 Number of groups = 144

R-sq:
 within = 0.1956
 between = 0.0210
 overall = 0.1658

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.3
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1452

F(10, 615) = 14.95
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.1387322	.0371796	3.73	0.000	.0657178	.2117466
G	.0010846	.0008366	1.30	0.195	-.0005584	.0027276
PBV	.0124872	.0014424	8.66	0.000	.0096547	.0153198
tamanho	-.0029321	.0088673	-0.33	0.741	-.020346	.0144817
Stakeholders	.0008661	.0006593	1.31	0.189	-.0004288	.0021609
PE	.0003719	.0000356	10.44	0.000	.000302	.0004419
ROA	.7944726	.2733464	2.91	0.004	.2576671	1.331278
LnAtivo	.0057017	.0170769	0.33	0.739	-.0278345	.0392379
BV	.0021562	.0014457	1.49	0.136	-.0006828	.0049952
preço	-.0009414	.0005093	-1.85	0.065	-.0019416	.0000588
_cons	-.322602	.3855519	-0.84	0.403	-1.07976	.4345559
sigma_u	.30892773					
sigma_e	.4377764					
rho	.33243291	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(143, 615) = 1.14 Prob > F = 0.1513

Apêndice L – Resultados Da Regressão País: Indonésia – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 276
Number of groups = 50

R-sq:
within = 0.1372
between = 0.0015
overall = 0.0908

Obs per group:
min = 1
avg = 5.5
max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1370

F(10,216) = 3.44
Prob > F = 0.0003

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0015954	.0027401	0.58	0.561	-.0038055	.0069962
Beta	.0258653	.0730235	0.35	0.724	-.1180645	.1697951
PBV	.0010382	.0065528	0.16	0.874	-.0118774	.0139538
tamanho	.0658866	.0327438	2.01	0.045	.0013484	.1304248
Stakeholders	-.0011849	.0015351	-0.77	0.441	-.0042106	.0018407
PE	.002851	.0006449	4.42	0.000	.00158	.004122
ROA	-.8175372	.712667	-1.15	0.253	-2.222209	.5871348
LnAtivo	-.1213184	.0481692	-2.52	0.013	-.2162603	-.0263766
BV	-.2229635	.2052576	-1.09	0.279	-.6275278	.1816007
preço	.1308274	.0962908	1.36	0.176	-.0589625	.3206173
_cons	2.646844	1.037616	2.55	0.011	.6016948	4.691992
sigma_u	.3025482					
sigma_e	.52204643					
rho	.25142403	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(49, 216) = 1.36 Prob > F = 0.0724

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 276
Number of groups = 50

R-sq:
within = 0.1374
between = 0.0016
overall = 0.0940

Obs per group:
min = 1
avg = 5.5
max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1257

F(10,216) = 3.44
Prob > F = 0.0003

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0286472	.0735776	0.39	0.697	-.1163748	.1736691
E	.0011625	.0018887	0.62	0.539	-.0025602	.0048851
PBV	.0008121	.006563	0.12	0.902	-.0121238	.0137479
tamanho	.0697304	.0315083	2.21	0.028	.0076273	.1318334
Stakeholders	-.0010489	.001364	-0.77	0.443	-.0037373	.0016396
PE	.0028332	.0006468	4.38	0.000	.0015584	.0041081
ROA	-.7999561	.7084878	-1.13	0.260	-2.196391	.5964787
LnAtivo	-.1227671	.0483062	-2.54	0.012	-.2179789	-.0275552
BV	-.2358277	.2075371	-1.14	0.257	-.6448849	.1732296
preço	.1313551	.0962817	1.36	0.174	-.0584168	.321127
_cons	2.703704	1.03842	2.60	0.010	.6569707	4.750437
sigma_u	.30278527					
sigma_e	.52199837					
rho	.25175366	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(49, 216) = 1.37 Prob > F = 0.0687


```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      276
Group variable: id                    Number of groups =      50

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1359                       min =          1
  between = 0.0000                       avg =         5.5
  overall = 0.0939                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1260                F(10,216)      =      3.40
                                          Prob > F       =      0.0004

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0211485	.0726398	0.29	0.771	-.1220251	.1643222
S	.0002142	.0022793	0.09	0.925	-.0042783	.0047067
PBV	.0010767	.0065668	0.16	0.870	-.0118665	.01402
tamanho	.0703644	.0328752	2.14	0.033	.0055671	.1351616
Stakeholders	-.0006806	.0015386	-0.44	0.659	-.0037132	.0023519
PE	.0028686	.0006449	4.45	0.000	.0015975	.0041398
ROA	-.7724436	.7229664	-1.07	0.287	-2.197416	.6525285
LnAtivo	-.120548	.048303	-2.50	0.013	-.2157536	-.0253424
BV	-.2147975	.2050087	-1.05	0.296	-.6188711	.1892762
preço	.1222534	.0953279	1.28	0.201	-.0656387	.3101454
_cons	2.670785	1.038005	2.57	0.011	.6248687	4.716701
sigma_u	.29996558					
sigma_e	.52244522					
rho	.24792593	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(49, 216) = 1.35 Prob > F = 0.0780

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      276
Group variable: id                    Number of groups =      50

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1362                       min =          1
  between = 0.0001                       avg =         5.5
  overall = 0.0919                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1336                F(10,216)      =      3.40
                                          Prob > F       =      0.0004

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0221305	.0727108	0.30	0.761	-.121183	.165444
G	.0005231	.0019569	0.27	0.789	-.0033339	.0043802
PBV	.0010775	.006558	0.16	0.870	-.0118484	.0140033
tamanho	.0698819	.0318564	2.19	0.029	.0070927	.1326712
Stakeholders	-.0007335	.0012673	-0.58	0.563	-.0032313	.0017643
PE	.0028681	.0006444	4.45	0.000	.0015979	.0041383
ROA	-.7576055	.7056564	-1.07	0.284	-2.14846	.6332487
LnAtivo	-.1194601	.0482428	-2.48	0.014	-.214547	-.0243733
BV	-.2127001	.2051495	-1.04	0.301	-.6170512	.1916511
preço	.1224501	.0950822	1.29	0.199	-.0649576	.3098579
_cons	2.631872	1.046628	2.51	0.013	.5689606	4.694782
sigma_u	.3004151					
sigma_e	.52236949					
rho	.24853892	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(49, 216) = 1.33 Prob > F = 0.0869

Apêndice M – Resultados Da Regressão País: Itália – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 444
 Number of groups = 115

R-sq:
 within = 0.1892
 between = 0.0777
 overall = 0.1531

Obs per group:
 min = 1
 avg = 3.9
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0755

F(10,319) = 7.45
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-.0008441	.0015229	-0.55	0.580	-.0038403	.002152
Beta	.0330863	.0576776	0.57	0.567	-.0803902	.1465629
PBV	.0075064	.0056065	1.34	0.182	-.0035238	.0185367
tamanho	.0225263	.0080472	2.80	0.005	.006694	.0383585
Stakeholders	.0019367	.0010504	1.84	0.066	-.0001299	.0040032
PE	.0000657	.0000864	0.76	0.447	-.0001042	.0002356
ROA	-.9650865	.5635577	-1.71	0.088	-2.073846	.143673
LnAtivo	-.0801004	.0148805	-5.38	0.000	-.1093766	-.0508241
BV	-.0039368	.0025476	-1.55	0.123	-.0089489	.0010754
preço	.0024894	.0009368	2.66	0.008	.0006464	.0043324
_cons	1.938916	.3111558	6.23	0.000	1.326739	2.551093
sigma_u	.25944026					
sigma_e	.3622468					
rho	.33903477	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(114, 319) = 1.21 Prob > F = 0.0998

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 444
 Number of groups = 115

R-sq:
 within = 0.1905
 between = 0.0773
 overall = 0.1528

Obs per group:
 min = 1
 avg = 3.9
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0721

F(10,319) = 7.51
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0486969	.0578851	0.84	0.401	-.0651879	.1625816
E	.0010045	.0011208	0.90	0.371	-.0012006	.0032097
PBV	.0066328	.0056134	1.18	0.238	-.0044112	.0176769
tamanho	.0213172	.0080022	2.66	0.008	.0055735	.0370609
Stakeholders	.0011719	.0010014	1.17	0.243	-.0007983	.0031422
PE	.0000709	.0000864	0.82	0.412	-.000099	.0002408
ROA	-.9366193	.564539	-1.66	0.098	-2.047309	.1740708
LnAtivo	-.0896722	.0151254	-5.93	0.000	-.1194305	-.059914
BV	-.0034749	.0025506	-1.36	0.174	-.0084931	.0015433
preço	.0026289	.0009432	2.79	0.006	.0007732	.0044845
_cons	2.072653	.3191754	6.49	0.000	1.444699	2.700608
sigma_u	.25935824					
sigma_e	.36196578					
rho	.3392409	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(114, 319) = 1.22 Prob > F = 0.0937

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 444
Number of groups = 115

R-sq:

within = 0.1938
between = 0.0749
overall = 0.1523

Obs per group:

min = 1
avg = 3.9
max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0910

F(10, 319) = 7.67
Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0280794	.0571195	0.49	0.623	-.0842991	.1404578
S	-.0019711	.001358	-1.45	0.148	-.0046427	.0007006
PBV	.0074956	.0055686	1.35	0.179	-.0034602	.0184515
tamanho	.0230181	.00799	2.88	0.004	.0072984	.0387378
Stakeholders	.0024632	.0010493	2.35	0.020	.0003988	.0045276
PE	.0000628	.0000861	0.73	0.466	-.0001066	.0002323
ROA	-.9717899	.5614743	-1.73	0.084	-2.07645	.1328707
LnAtivo	-.0764387	.0143372	-5.33	0.000	-.104646	-.0482313
BV	-.0041877	.0025395	-1.65	0.100	-.009184	.0008087
preço	.0024558	.0009338	2.63	0.009	.0006186	.004293
_cons	1.913328	.3048338	6.28	0.000	1.31359	2.513067
sigma_u	.26037369					
sigma_e	.36123033					
rho	.34190963	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(114, 319) = 1.23

Prob > F = 0.0822

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 444
Number of groups = 115

R-sq:

within = 0.1900
between = 0.0790
overall = 0.1551

Obs per group:

min = 1
avg = 3.9
max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.0713

F(10, 319) = 7.48
Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0350919	.0569725	0.62	0.538	-.0769974	.1471812
G	-.0008247	.0010677	-0.77	0.440	-.0029252	.0012759
PBV	.007703	.0056147	1.37	0.171	-.0033436	.0187496
tamanho	.0226878	.0080325	2.82	0.005	.0068844	.0384911
Stakeholders	.0018347	.0009186	2.00	0.047	.0000274	.0036419
PE	.0000672	.0000863	0.78	0.437	-.0001025	.000237
ROA	-.9142399	.5689032	-1.61	0.109	-2.033516	.2050364
LnAtivo	-.0805426	.0140568	-5.73	0.000	-.1081984	-.0528867
BV	-.0037755	.0025295	-1.49	0.137	-.0087521	.0012011
preço	.0025281	.0009352	2.70	0.007	.0006881	.004368
_cons	1.941062	.3062414	6.34	0.000	1.338554	2.54357
sigma_u	.25915863					
sigma_e	.36208277					
rho	.33875103	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(114, 319) = 1.21

Prob > F = 0.1051

Apêndice N – Resultados Da Regressão País: Reino Unido – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 706
 Number of groups = 504

R-sq:
 within = 0.1237
 between = 0.0070
 overall = 0.0331

Obs per group:
 min = 1
 avg = 1.4
 max = 2

corr(u_i, Xb) = -0.2545

F(10,192) = 2.71
 Prob > F = 0.0039

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0014561	.002018	0.72	0.471	-.0025242	.0054363
Beta	-.1061334	.0502893	-2.11	0.036	-.2053238	-.006943
PBV	.0094411	.0042769	2.21	0.028	.0010054	.0178768
tamanho	.0027501	.0039783	0.69	0.490	-.0050966	.0105969
Stakeholders	-.0006132	.0012145	-0.50	0.614	-.0030087	.0017822
PE	.0000172	.0000667	0.26	0.797	-.0001144	.0001488
ROA	.7781687	.275851	2.82	0.005	.2340811	1.322256
LnAtivo	-.0259526	.0237832	-1.09	0.277	-.0728625	.0209572
BV	1.36e-06	8.67e-06	0.16	0.876	-.0000157	.0000185
preço	.0002831	.0003498	0.81	0.419	-.0004069	.000973
_cons	.7056957	.4706574	1.50	0.135	-.2226272	1.634019
sigma_u	.34303207					
sigma_e	.38357416					
rho	.44437665	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(503, 192) = 0.91 Prob > F = 0.7958

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 706
 Number of groups = 504

R-sq:
 within = 0.1223
 between = 0.0076
 overall = 0.0338

Obs per group:
 min = 1
 avg = 1.4
 max = 2

corr(u_i, Xb) = -0.2521

F(10,192) = 2.67
 Prob > F = 0.0044

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.1065943	.050686	-2.10	0.037	-.2065673	-.0066213
E	.0006817	.0014695	0.46	0.643	-.0022166	.0035801
PBV	.0094806	.0042841	2.21	0.028	.0010306	.0179305
tamanho	.0025322	.0039637	0.64	0.524	-.0052858	.0103502
Stakeholders	-.000445	.0011883	-0.37	0.708	-.0027889	.0018989
PE	.0000196	.0000669	0.29	0.770	-.0001123	.0001516
ROA	.8034373	.2725875	2.95	0.004	.2657866	1.341088
LnAtivo	-.0198533	.0212773	-0.93	0.352	-.0618206	.022114
BV	1.06e-06	8.66e-06	0.12	0.903	-.000016	.0000181
preço	.0002743	.0003501	0.78	0.434	-.0004162	.0009648
_cons	.609905	.4450583	1.37	0.172	-.2679264	1.487736
sigma_u	.34262303					
sigma_e	.38387877					
rho	.44339569	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(503, 192) = 0.91 Prob > F = 0.8027

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      706
Group variable: id                    Number of groups =      504

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1213                       min =          1
  between = 0.0071                       avg  =         1.4
  overall = 0.0331                       max  =          2

corr(u_i, Xb) = -0.2486                  F(10,192)      =      2.65
                                          Prob > F       =      0.0047

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.1032305	.0501971	-2.06	0.041	-.2022391	-.0042219
S	-.0001483	.0017164	-0.09	0.931	-.0035338	.0032372
PBV	.0093912	.004282	2.19	0.029	.0009454	.0178371
tamanho	.002404	.0040016	0.60	0.549	-.0054886	.0102967
Stakeholders	-.0002021	.0011225	-0.18	0.857	-.002416	.0020119
PE	.0000179	.0000669	0.27	0.790	-.000114	.0001498
ROA	.8168694	.2755437	2.96	0.003	.2733879	1.360351
LnAtivo	-.0125538	.022108	-0.57	0.571	-.0561596	.031052
BV	1.04e-06	8.67e-06	0.12	0.905	-.0000161	.0000181
preço	.0002772	.0003502	0.79	0.430	-.0004136	.000968
_cons	.4734446	.4385618	1.08	0.282	-.3915731	1.338462
sigma_u	.34223195					
sigma_e	.38408641					
rho	.44256523	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(503, 192) = 0.90 Prob > F = 0.8046

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      706
Group variable: id                    Number of groups =      504

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1280                       min =          1
  between = 0.0062                       avg  =         1.4
  overall = 0.0315                       max  =          2

corr(u_i, Xb) = -0.2700                  F(10,192)      =      2.82
                                          Prob > F       =      0.0028

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.1108538	.050399	-2.20	0.029	-.2102607	-.0114469
G	.0017922	.0014785	1.21	0.227	-.001124	.0047084
PBV	.0094344	.004266	2.21	0.028	.0010202	.0178485
tamanho	.0028578	.0039613	0.72	0.472	-.0049554	.010671
Stakeholders	-.0008619	.0012065	-0.71	0.476	-.0032417	.0015179
PE	.0000151	.0000666	0.23	0.821	-.0001163	.0001464
ROA	.7846857	.2719264	2.89	0.004	.2483391	1.321032
LnAtivo	-.0287334	.0207898	-1.38	0.169	-.0697392	.0122724
BV	1.85e-06	8.66e-06	0.21	0.831	-.0000152	.0000189
preço	.0002833	.0003489	0.81	0.418	-.0004049	.0009715
_cons	.7548614	.4255365	1.77	0.078	-.0844653	1.594188
sigma_u	.34508308					
sigma_e	.38263249					
rho	.448538	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(503, 192) = 0.91 Prob > F = 0.7783

Apêndice O – Resultados Da Regressão País: Rússia – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 238
 Number of groups = 44

R-sq:
 within = 0.1270
 between = 0.0177
 overall = 0.1038

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1126

F(10,184) = 2.68
 Prob > F = 0.0044

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-.0009379	.0024504	-0.38	0.702	-.0057724	.0038966
Beta	.0063529	.0521307	0.12	0.903	-.0964979	.1092037
PBV	-.0002372	.0003098	-0.77	0.445	-.0008484	.0003741
tamanho	.0197228	.0248528	0.79	0.428	-.0293104	.0687559
Stakeholders	.0015437	.0013332	1.16	0.248	-.0010866	.0041739
PE	.0012439	.0004485	2.77	0.006	.000359	.0021289
ROA	1.178285	.3539794	3.33	0.001	.4799048	1.876665
LnAtivo	.0061966	.0401829	0.15	0.878	-.0730818	.085475
BV	-.0001882	.0001586	-1.19	0.237	-.0005012	.0001247
preço	.0002345	.0002272	1.03	0.303	-.0002138	.0006827
_cons	-.0915264	.9044185	-0.10	0.920	-1.87589	1.692837
sigma_u	.17773346					
sigma_e	.43251052					
rho	.14447074	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(43, 184) = 0.69 Prob > F = 0.9246

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 238
 Number of groups = 44

R-sq:
 within = 0.1263
 between = 0.0134
 overall = 0.1025

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1138

F(10,184) = 2.66
 Prob > F = 0.0047

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0059398	.0522268	0.11	0.910	-.0971006	.1089802
E	-.0000556	.0019951	-0.03	0.978	-.0039917	.0038806
PBV	-.0002396	.0003105	-0.77	0.441	-.0008522	.0003729
tamanho	.0199331	.0248847	0.80	0.424	-.0291629	.0690291
Stakeholders	.0013073	.001332	0.98	0.328	-.0013206	.0039352
PE	.0012568	.0004478	2.81	0.006	.0003734	.0021402
ROA	1.150931	.367931	3.13	0.002	.4250246	1.876836
LnAtivo	.0014049	.0398112	0.04	0.972	-.0771403	.07995
BV	-.0001874	.0001588	-1.18	0.239	-.0005007	.0001258
preço	.0002372	.0002272	1.04	0.298	-.000211	.0006854
_cons	-.0054189	.9050304	-0.01	0.995	-1.79099	1.780152
sigma_u	.17867892					
sigma_e	.43268176					
rho	.14568862	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(43, 184) = 0.69 Prob > F = 0.9221

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 238
 Number of groups = 44

R-sq:
 within = 0.1294
 between = 0.0253
 overall = 0.1050

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1206

F(10,184) = 2.73
 Prob > F = 0.0037

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0074483	.0520825	0.14	0.886	-.0953074	.1102039
S	-.0014274	.0017703	-0.81	0.421	-.0049201	.0020654
PBV	-.0002318	.0003095	-0.75	0.455	-.0008424	.0003788
tamanho	.0237841	.0252583	0.94	0.348	-.026049	.0736172
Stakeholders	.001721	.0012719	1.35	0.178	-.0007884	.0042305
PE	.0012267	.0004482	2.74	0.007	.0003425	.0021109
ROA	1.18844	.3479126	3.42	0.001	.5020292	1.874851
LnAtivo	.0058735	.0382959	0.15	0.878	-.069682	.0814291
BV	-.0002003	.0001592	-1.26	0.210	-.0005144	.0001137
preço	.0002405	.0002268	1.06	0.290	-.000207	.0006879
_cons	-.076611	.8754161	-0.09	0.930	-1.803755	1.650533
sigma_u	.17703984					
sigma_e	.43192033					
rho	.14384283	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(43, 184) = 0.70 Prob > F = 0.9191

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 238
 Number of groups = 44

R-sq:
 within = 0.1264
 between = 0.0140
 overall = 0.1029

Obs per group:
 min = 1
 avg = 5.4
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1113

F(10,184) = 2.66
 Prob > F = 0.0047

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0061455	.0521623	0.12	0.906	-.0967676	.1090585
G	-.0001427	.0016257	-0.09	0.930	-.00335	.0030647
PBV	-.0002377	.0003103	-0.77	0.445	-.0008499	.0003745
tamanho	.0195314	.0253454	0.77	0.442	-.0304735	.0695362
Stakeholders	.0013191	.0012059	1.09	0.275	-.0010601	.0036983
PE	.001256	.0004476	2.81	0.006	.000373	.0021391
ROA	1.1485	.3450084	3.33	0.001	.4678187	1.829181
LnAtivo	.0018626	.0389689	0.05	0.962	-.0750208	.078746
BV	-.0001866	.0001591	-1.17	0.242	-.0005004	.0001272
preço	.0002359	.0002277	1.04	0.302	-.0002135	.0006852
_cons	-.0115396	.8838978	-0.01	0.990	-1.755417	1.732338
sigma_u	.1781966					
sigma_e	.43267362					
rho	.14502173	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(43, 184) = 0.69 Prob > F = 0.9259

Apêndice P – Resultados Da Regressão País: Japão – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 1,230
 Number of groups = 267

R-sq:
 within = 0.0731
 between = 0.2020
 overall = 0.0667

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.6
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1482

F(10,953) = 7.52
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0006842	.0006712	1.02	0.308	-.000633	.0020015
Beta	.0356317	.0269405	1.32	0.186	-.0172378	.0885012
PBV	.0215247	.0074596	2.89	0.004	.0068855	.0361639
tamanho	-2.02e-13	5.38e-12	-0.04	0.970	-1.08e-11	1.04e-11
Stakeholders	.0000107	.002027	0.01	0.996	-.0039671	.0039886
PE	-.0002718	.0001303	-2.09	0.037	-.0005276	-.0000161
ROA	1.552863	.3227881	4.81	0.000	.9194058	2.186321
LnAtivo	.0070777	.0089242	0.79	0.428	-.0104356	.0245911
BV	-.0002875	.0002703	-1.06	0.288	-.000818	.000243
preço	-.000166	.0002249	-0.74	0.461	-.0006075	.0002754
_cons	-.2281215	.2707059	-0.84	0.400	-.75937	.3031271
sigma_u	.20727309					
sigma_e	.30451053					
rho	.31662256	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(266, 953) = 0.91 Prob > F = 0.8334

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 1,230
 Number of groups = 267

R-sq:
 within = 0.0739
 between = 0.1963
 overall = 0.0668

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.6
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1553

F(10,953) = 7.60
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0324215	.0270984	1.20	0.232	-.0207579	.0856009
E	.0006527	.0004878	1.34	0.181	-.0003046	.0016101
PBV	.0225395	.0074493	3.03	0.003	.0079206	.0371584
tamanho	9.88e-14	5.39e-12	0.02	0.985	-1.05e-11	1.07e-11
Stakeholders	-.00004	.002018	-0.02	0.984	-.0040002	.0039202
PE	-.0002829	.0001305	-2.17	0.030	-.000539	-.0000268
ROA	1.548827	.3221986	4.81	0.000	.9165265	2.181128
LnAtivo	.0080094	.0087554	0.91	0.361	-.0091727	.0251914
BV	-.0002949	.0002699	-1.09	0.275	-.0008247	.0002348
preço	-.0001737	.0002249	-0.77	0.440	-.0006151	.0002677
_cons	-.2444258	.2711642	-0.90	0.368	-.7765737	.2877221
sigma_u	.20777085					
sigma_e	.30439072					
rho	.31783207	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(266, 953) = 0.91 Prob > F = 0.8381


```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,230
Group variable: id                    Number of groups =     267

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0753                       min =          1
  between = 0.2030                       avg =         4.6
  overall = 0.0690                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1422                 F(10,953)      =     7.76
                                           Prob > F       =     0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0374037	.0268919	1.39	0.165	-.0153705	.0901779
S	.0009647	.0005336	1.81	0.071	-.0000825	.002012
PBV	.0210657	.0074534	2.83	0.005	.0064387	.0356927
tamanho	1.58e-14	5.38e-12	0.00	0.998	-1.05e-11	1.06e-11
Stakeholders	.0004282	.0020436	0.21	0.834	-.0035824	.0044387
PE	-.000263	.0001303	-2.02	0.044	-.0005187	-7.27e-06
ROA	1.538794	.3217991	4.78	0.000	.9072776	2.170311
LnAtivo	.0061247	.00886	0.69	0.490	-.0112627	.023512
BV	-.0002793	.00027	-1.03	0.301	-.0008091	.0002505
preço	-.0001609	.0002247	-0.72	0.474	-.0006019	.00028
_cons	-.2524877	.2708828	-0.93	0.352	-.7840833	.2791079
sigma_u	.20711102					
sigma_e	.30415541					
rho	.31678903	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(266, 953) = 0.91 Prob > F = 0.8215

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1,230
Group variable: id                    Number of groups =     267

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0753                       min =          1
  between = 0.2063                       avg =         4.6
  overall = 0.0693                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1351                 F(10,953)      =     7.76
                                           Prob > F       =     0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0356831	.0268942	1.33	0.185	-.0170955	.0884618
G	.0008619	.000474	1.82	0.069	-.0000683	.0017922
PBV	.0199435	.0075225	2.65	0.008	.005181	.034706
tamanho	-5.00e-13	5.38e-12	-0.09	0.926	-1.10e-11	1.00e-11
Stakeholders	.0002996	.0020321	0.15	0.883	-.0036883	.0042875
PE	-.0002717	.0001302	-2.09	0.037	-.0005271	-.0000162
ROA	1.536048	.3219073	4.77	0.000	.9043188	2.167777
LnAtivo	.0039851	.0091396	0.44	0.663	-.0139509	.0219212
BV	-.0002744	.0002701	-1.02	0.310	-.0008044	.0002556
preço	-.0001567	.0002247	-0.70	0.486	-.0005977	.0002844
_cons	-.1796888	.2709	-0.66	0.507	-.7113182	.3519406
sigma_u	.20700024					
sigma_e	.30414938					
rho	.31656608	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(266, 953) = 0.91 Prob > F = 0.8185

Apêndice Q – Resultados Da Regressão País: México – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 284
 Number of groups = 63

R-sq:
 within = 0.1989
 between = 0.0020
 overall = 0.1344

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.5
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1279

F(10,211) = 5.24
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.0018567	.0013864	1.34	0.182	-.0008762	.0045897
Beta	.0626557	.0558394	1.12	0.263	-.0474188	.1727302
PBV	-.0011193	.0029513	-0.38	0.705	-.0069371	.0046985
tamanho	-.0045411	.0194927	-0.23	0.816	-.0429664	.0338842
Stakeholders	-.0005217	.0009816	-0.53	0.596	-.0024566	.0014132
PE	.0001924	.0005486	0.35	0.726	-.000889	.0012738
ROA	1.841514	.3881079	4.74	0.000	1.076448	2.606579
LnAtivo	.0401292	.0264062	1.52	0.130	-.0119245	.0921829
BV	-.0136413	.0107136	-1.27	0.204	-.0347608	.0074782
preço	.0120227	.0041009	2.93	0.004	.0039387	.0201067
_cons	-1.088137	.5802245	-1.88	0.062	-2.231916	.0556428
sigma_u	.30443534					
sigma_e	.27634343					
rho	.54825649	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(62, 211) = 1.57 Prob > F = 0.0099

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 284
 Number of groups = 63

R-sq:
 within = 0.2092
 between = 0.0002
 overall = 0.1297

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.5
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1680

F(10,211) = 5.58
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0706632	.0537118	1.32	0.190	-.0352172	.1765436
E	.0020419	.0009534	2.14	0.033	.0001625	.0039214
PBV	-.0013683	.002934	-0.47	0.641	-.007152	.0044155
tamanho	-.0016499	.0190968	-0.09	0.931	-.0392948	.0359951
Stakeholders	-.0007171	.0008574	-0.84	0.404	-.0024072	.0009731
PE	.0001073	.0005471	0.20	0.845	-.0009712	.0011858
ROA	1.773315	.3871826	4.58	0.000	1.010073	2.536557
LnAtivo	.0312897	.0264282	1.18	0.238	-.0208074	.0833868
BV	-.0153638	.0105396	-1.46	0.146	-.0361402	.0054127
preço	.0132356	.0040874	3.24	0.001	.0051783	.0212929
_cons	-.8820965	.5790563	-1.52	0.129	-2.023573	.2593802
sigma_u	.3112586					
sigma_e	.27454741					
rho	.56242269	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(62, 211) = 1.63 Prob > F = 0.0057

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs   =   284
Number of groups =   63

R-sq:
  within = 0.1933
  between = 0.0062
  overall = 0.1390
Obs per group:
  min = 1
  avg = 4.5
  max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1010
F(10,211) = 5.06
Prob > F = 0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.0740399	.0560548	1.32	0.188	-.0364593	.184539
S	.0006822	.0011754	0.58	0.562	-.0016349	.0029992
PBV	-.0010093	.0029699	-0.34	0.734	-.0068637	.0048451
tamanho	-.0012633	.0193788	-0.07	0.948	-.0394641	.0369376
Stakeholders	.0000178	.0009884	0.02	0.986	-.0019307	.0019663
PE	.0002582	.0005478	0.47	0.638	-.0008216	.0013381
ROA	1.843537	.3895383	4.73	0.000	1.075652	2.611422
LnAtivo	.0396012	.0265311	1.49	0.137	-.0126989	.0919012
BV	-.0148558	.0107327	-1.38	0.168	-.0360129	.0063013
preço	.0121955	.0041168	2.96	0.003	.0040802	.0203108
_cons	-1.059912	.5827994	-1.82	0.070	-2.208767	.0889436
sigma_u	.30080354					
sigma_e	.27729421					
rho	.54059955	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(62, 211) = 1.54 Prob > F = 0.0135

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id
Number of obs   =   284
Number of groups =   63

R-sq:
  within = 0.1944
  between = 0.0058
  overall = 0.1387
Obs per group:
  min = 1
  avg = 4.5
  max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1082
F(10,211) = 5.09
Prob > F = 0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.074729	.0548974	1.36	0.175	-.0334886	.1829465
G	.0008532	.0010859	0.79	0.433	-.0012875	.0029938
PBV	-.001278	.0029647	-0.43	0.667	-.0071222	.0045663
tamanho	-.0047113	.0201376	-0.23	0.815	-.0444079	.0349853
Stakeholders	.000158	.0007612	0.21	0.836	-.0013425	.0016586
PE	.0002307	.0005497	0.42	0.675	-.0008528	.0013142
ROA	1.875557	.3905312	4.80	0.000	1.105715	2.6454
LnAtivo	.0429625	.027039	1.59	0.114	-.0103387	.0962636
BV	-.0141169	.0108156	-1.31	0.193	-.0354374	.0072036
preço	.0118407	.0041569	2.85	0.005	.0036463	.0200352
_cons	-1.148065	.5991471	-1.92	0.057	-2.329146	.0330163
sigma_u	.30122673					
sigma_e	.27711044					
rho	.54162697	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(62, 211) = 1.54 Prob > F = 0.0126

Apêndice R – Resultados Da Regressão País: Argentina – ESG, E, S, G

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 146
 Number of groups = 35

R-sq:
 within = 0.1479
 between = 0.0283
 overall = 0.1104

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.2
 max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.1360

F(10,101) = 1.75
 Prob > F = 0.0790

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	-.0033859	.0057167	-0.59	0.555	-.0147263	.0079545
Beta	-.2884696	.2682342	-1.08	0.285	-.8205741	.2436349
PBV	.0013491	.0053708	0.25	0.802	-.009305	.0120033
tamanho	-.008838	.0797765	-0.11	0.912	-.1670931	.149417
Stakeholders	.0015443	.0026062	0.59	0.555	-.0036257	.0067142
PE	-.0000792	.0001859	-0.43	0.671	-.000448	.0002896
ROA	.4984301	.4980261	1.00	0.319	-.4895197	1.48638
LnAtivo	-.0419739	.0610292	-0.69	0.493	-.1630393	.0790916
BV	-.0156494	.0292447	-0.54	0.594	-.0736629	.0423641
preço	.0409055	.0148858	2.75	0.007	.0113761	.0704349
_cons	1.65306	1.166224	1.42	0.159	-.6604156	3.966535
sigma_u	.43573418					
sigma_e	.66496801					
rho	.30039595	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(34, 101) = 0.82 Prob > F = 0.7415

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 146
 Number of groups = 35

R-sq:
 within = 0.1455
 between = 0.0202
 overall = 0.1074

Obs per group:
 min = 1
 avg = 4.2
 max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.1417

F(10,101) = 1.72
 Prob > F = 0.0864

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.3013584	.2735405	-1.10	0.273	-.8439892	.2412724
E	-.001179	.0048783	-0.24	0.810	-.0108564	.0084983
PBV	.0017518	.0053275	0.33	0.743	-.0088166	.0123201
tamanho	-.0092921	.0857793	-0.11	0.914	-.1794551	.1608709
Stakeholders	.0008365	.0025002	0.33	0.739	-.0041233	.0057963
PE	-.0000763	.0001861	-0.41	0.683	-.0004455	.0002929
ROA	.5433811	.4930973	1.10	0.273	-.4347914	1.521554
LnAtivo	-.0509082	.0608259	-0.84	0.405	-.1715705	.0697541
BV	-.0191092	.0286333	-0.67	0.506	-.07591	.0376916
preço	.0422188	.0147405	2.86	0.005	.0129777	.0714599
_cons	1.782018	1.199675	1.49	0.141	-.5978137	4.16185
sigma_u	.43933295					
sigma_e	.66592928					
rho	.30325365	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(34, 101) = 0.81 Prob > F = 0.7493

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 146
Number of groups = 35

R-sq:
within = 0.1492
between = 0.0242
overall = 0.1102

Obs per group:
min = 1
avg = 4.2
max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.1431

F(10,101) = 1.77
Prob > F = 0.0756

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.2940383	.2681427	-1.10	0.275	-.8259613	.2378847
S	-.0031857	.0045268	-0.70	0.483	-.0121656	.0057943
PBV	.0010739	.0054137	0.20	0.843	-.0096655	.0118133
tamanho	-.0112737	.0788424	-0.14	0.887	-.1676759	.1451285
Stakeholders	.0017564	.0026038	0.67	0.502	-.0034089	.0069217
PE	-.00008	.0001858	-0.43	0.668	-.0004486	.0002886
ROA	.4979057	.4944319	1.01	0.316	-.4829142	1.478726
LnAtivo	-.0434679	.0603927	-0.72	0.473	-.1632708	.076335
BV	-.015929	.0289628	-0.55	0.584	-.0733835	.0415255
preço	.0421488	.0147091	2.87	0.005	.01297	.0713277
_cons	1.674281	1.162415	1.44	0.153	-.6316366	3.980199
sigma_u	.43783849					
sigma_e	.66449468					
rho	.30272533	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(34, 101) = 0.82 Prob > F = 0.7351

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id

Number of obs = 146
Number of groups = 35

R-sq:
within = 0.1450
between = 0.0188
overall = 0.1080

Obs per group:
min = 1
avg = 4.2
max = 6

corr(u_i, Xb) = -0.1383

F(10,101) = 1.71
Prob > F = 0.0879

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	-.2889831	.2747219	-1.05	0.295	-.8339574	.2559912
G	6.55e-06	.0035257	0.00	0.999	-.0069874	.0070005
PBV	.0018588	.0053107	0.35	0.727	-.0086763	.0123939
tamanho	-.0176496	.0785938	-0.22	0.823	-.1735586	.1382594
Stakeholders	.0004088	.0018211	0.22	0.823	-.0032038	.0040214
PE	-.0000756	.0001862	-0.41	0.685	-.0004449	.0002936
ROA	.5621774	.4914423	1.14	0.255	-.412712	1.537067
LnAtivo	-.048653	.0642988	-0.76	0.451	-.1762047	.0788986
BV	-.0193417	.0296509	-0.65	0.516	-.078161	.0394777
preço	.0422303	.0155821	2.71	0.008	.0113196	.0731411
_cons	1.712254	1.222462	1.40	0.164	-.7127812	4.137289
sigma_u	.43967857					
sigma_e	.6661218					
rho	.30346385	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(34, 101) = 0.81 Prob > F = 0.7520

Apêndice S – Resultados Da Regressão País: Turquia – ESG, E, S, G

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      285
Group variable: id                    Number of groups =       77

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1900                       min =          1
  between = 0.0210                       avg =         3.7
  overall = 0.1288                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1874                 F(10,198)      =       4.64
                                          Prob > F        =       0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ESG	.000889	.0022566	0.39	0.694	-.0035611	.0053391
Beta	.2571081	.137422	1.87	0.063	-.0138905	.5281067
PBV	.0228036	.0193041	1.18	0.239	-.0152644	.0608716
tamanho	-.0061162	.031675	-0.19	0.847	-.0685798	.0563474
Stakeholders	-.0006843	.0022198	-0.31	0.758	-.0050618	.0036932
PE	-.000259	.0001373	-1.89	0.061	-.0005298	.0000117
ROA	1.006979	.6774995	1.49	0.139	-.3290615	2.34302
LnAtivo	-.0682918	.0391319	-1.75	0.083	-.1454606	.008877
BV	-.0063602	.0363641	-0.17	0.861	-.0780708	.0653505
preço	.0209527	.0150114	1.40	0.164	-.0086499	.0505554
_cons	1.42426	.8460198	1.68	0.094	-.2441057	3.092626
sigma_u	.43826207					
sigma_e	.50318202					
rho	.43136852	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(76, 198) = 1.31 Prob > F = 0.0701

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      285
Group variable: id                    Number of groups =       77

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.1895                       min =          1
  between = 0.0220                       avg =         3.7
  overall = 0.1303                       max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.1798                 F(10,198)      =       4.63
                                          Prob > F        =       0.0000

```

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.262377	.1382785	1.90	0.059	-.0103106	.5350646
E	-.000363	.0017115	-0.21	0.832	-.003738	.0030121
PBV	.0230312	.01932	1.19	0.235	-.0150681	.0611305
tamanho	-.0048985	.0315809	-0.16	0.877	-.0671766	.0573796
Stakeholders	-.0000314	.0021275	-0.01	0.988	-.0042268	.0041641
PE	-.0002577	.0001374	-1.88	0.062	-.0005287	.0000132
ROA	.905611	.6704478	1.35	0.178	-.4165237	2.227746
LnAtivo	-.0671575	.0393833	-1.71	0.090	-.1448221	.0105071
BV	-.0070741	.0365021	-0.19	0.847	-.0790569	.0649087
preço	.0216279	.0150723	1.43	0.153	-.008095	.0513508
_cons	1.43618	.8458265	1.70	0.091	-.2318046	3.104165
sigma_u	.43668793					
sigma_e	.50332203					
rho	.42946783	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(76, 198) = 1.30 Prob > F = 0.0756

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 285
 Number of groups = 77

R-sq:
 within = 0.1923
 between = 0.0237
 overall = 0.1308

Obs per group:
 min = 1
 avg = 3.7
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1832

F(10,198) = 4.72
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.2398786	.1389471	1.73	0.086	-.0341276	.5138847
S	.0016898	.0019734	0.86	0.393	-.0022018	.0055814
PBV	.0222497	.0192681	1.15	0.250	-.0157473	.0602466
tamanho	-.0115568	.0324155	-0.36	0.722	-.0754807	.052367
Stakeholders	-.0012192	.0022208	-0.55	0.584	-.0055987	.0031603
PE	-.0002535	.0001372	-1.85	0.066	-.0005241	.0000171
ROA	1.091239	.6772252	1.61	0.109	-.244261	2.426739
LnAtivo	-.0629654	.0395264	-1.59	0.113	-.1409121	.0149814
BV	-.0084846	.0363903	-0.23	0.816	-.0802469	.0632778
preço	.0206689	.0149822	1.38	0.169	-.0088764	.0502141
_cons	1.301282	.8598296	1.51	0.132	-.3943166	2.996882
sigma_u	.43595516					
sigma_e	.5024497					
rho	.42949488	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(76, 198) = 1.32 Prob > F = 0.0679

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: id

Number of obs = 285
 Number of groups = 77

R-sq:
 within = 0.1895
 between = 0.0205
 overall = 0.1289

Obs per group:
 min = 1
 avg = 3.7
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.1853

F(10,198) = 4.63
 Prob > F = 0.0000

YTDTotalRe~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Beta	.262704	.1385834	1.90	0.059	-.0105849	.5359929
G	.0003553	.0017646	0.20	0.841	-.0031246	.0038351
PBV	.0229282	.0193769	1.18	0.238	-.0152834	.0611397
tamanho	-.0043994	.0317441	-0.14	0.890	-.0669992	.0582005
Stakeholders	-.0003603	.0020042	-0.18	0.858	-.0043125	.003592
PE	-.00026	.0001375	-1.89	0.060	-.0005311	.0000111
ROA	.9550645	.6601144	1.45	0.150	-.3466926	2.256822
LnAtivo	-.0692557	.0395687	-1.75	0.082	-.1472859	.0087745
BV	-.0058902	.0364714	-0.16	0.872	-.0778124	.066032
preço	.0212054	.0149971	1.41	0.159	-.0083692	.05078
_cons	1.455823	.845418	1.72	0.087	-.2113558	3.123002
sigma_u	.43813888					
sigma_e	.50332767					
rho	.43108864	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(76, 198) = 1.31 Prob > F = 0.0718