

A ASSERTIVIDADE DOS ANALISTAS FINANCEIROS PAUTADA NA ANÁLISE DO ESG: UM ESTUDO GLOBAL E CONTEMPORÂNEO

Palavras-chave: ESG, Analistas, Econometria

Lara Naomi Kitayama, FCA – UNICAMP

Prof. Dr. Luiz Eduardo Gaio, (orientador), FCA. – UNICAMP.

OBJETIVOS DA PESQUISA

A presente pesquisa tem como objetivo a análise da assertividade dos analistas quando suas previsões são pautadas nas avaliações do ESG (Ambiental, Social e Governança Corporativa) em um contexto global. Dessarte, o estudo investigará dados referentes aos países pertencentes ao BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) e ao G7 (Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido), destacando a comparação entre os resultados a médio (período de 12 anos) e a curto (período de 5 anos) prazo. Como objetivo específico, salienta-se a busca pela compreensão da influência de cada segmento do ESG nos resultados.

Sabe-se que, devido à crescente inquietude social em relação às questões ambientais, a influência das temáticas relativas ao ESG estão cada vez mais presentes nas esferas da sociedade. Outrossim, observa-se um movimento constante na busca pelo entendimento da associação entre a pandemia e as demais camadas que constroem a humanidade.

Logo, o estudo traz grande contribuição às averiguações já realizadas, uma vez que explora a fundo o influxo dos três termos que compõem o ESG, compara os resultados entre dois grupos de países com diferentes atributos, além de abordar a relação do contexto em dois períodos diferentes de análise.

METODOLOGIA DA PESQUISA

Para desenvolver o estudo, serão analisados dados financeiros de empresas de capital aberto. Com o intuito de focalizar a pesquisa, tais instituições serão pertencentes ao BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) e ao G7 (Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido). O projeto examinará dados financeiros anuais do período entre 2011 e 2022. As delimitações realizadas buscam trazer uma comparação entre os dados dos países desenvolvidos e subdesenvolvidos. As informações serão coletadas da base de dados da Refinitiv.

O estudo dos dados será feita mediante ao método de regressão linear multinível com dados em painel dinâmico, para corrigir o problema de endogeneidade. As variáveis dependentes serão baseadas na qualidade e na assertividade das previsões dos analistas. Consoante à literatura, a qualidade das previsões é analisada tanto pela dispersão das previsões dos analistas (Lee e Liu, 2011; Pastor e Pietro, 2003) quanto pelos erros de previsão dos lucros dos analistas (Becchetti et al., 2015; Behn et al., 2008).

As variáveis independentes serão baseadas nas pontuações do ESG (Ambiental, Social e Governança). Serão analisadas a influência geral do ESG nos resultados dos analistas, a influência particular de cada temática, além da influência de cada categoria incluída nas temáticas. A Figura 1 demonstra um fluxograma com as variáveis independentes e suas relações.

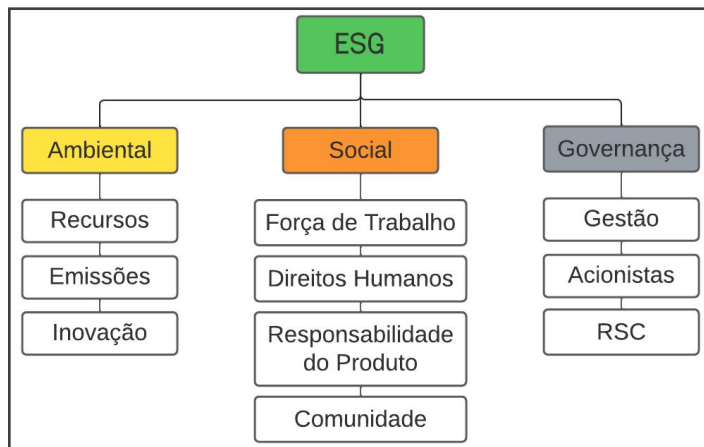


Fig. 1: Fluxograma com as variáveis independentes da pesquisa e suas relações (Fonte: Adaptado de Thomson Reuters, 2017).

As variáveis de controle são 12. O tamanho da empresa é dado pelo logaritmo natural dos ativos totais no final do ano t (Brown, 1997; Richardson; Teoh; Wysocki, 1999). O market-to-book é a soma do valor de mercado do patrimônio líquido e o valor contábil do passivo total, dividido pelo valor contábil do ativo total (Richardson; Teoh; Wysocki, 1999). O índice de alavancagem é a dívida total de longo prazo da empresa dividida por seus ativos totais (Dasgupta et al., 2010; Hutton et al., 2009). A lucratividade é medida como o lucro líquido dividido pelo ativo total (Dasgupta et al., 2010). Foram adicionadas também variáveis referentes à margem e à liquidez das companhias.

Ademais, a volatilidade da rentabilidade é dada pelo desvio padrão do índice ROA nos cinco anos anteriores (Crawford et al., 2012; Gul et al., 2011). O número de analistas seguindo a empresa é calculado como o logaritmo natural de um mais o número de analistas seguindo a empresa i ao longo do ano t (Kim e Shi, 2012). A variação EPS é determinada pela variação percentual do lucro por ação entre o ano atual e o anterior (Chahine, Daher, Saade, 2021). A relação lucro e preço é dada pelo lucro por ação dividido pelo preço da ação (Wan-Hussin, Qasem, Aripin, Ariffin, 2021).

Além disso, serão aplicadas variáveis de controle binárias para o caso de empresas multinacionais, para investigar o viés da previsão (pessimista ou otimista), bem como para analisar os resultados (lucro ou prejuízo).

RESULTADOS E DISCUSSÃO

A priori, foi realizada a coleta dos dados dentro do banco de dados seguindo os critérios supracitados. Dessa forma, estruturou-se a tabela para realização das análises descritivas, considerando os países segregados nos subgrupos (BRICS e G7). A Tabela 1 demonstra os resultados obtidos.

Tabela 1: Estatísticas Descritivas.

	BRICS					G7				
	Média	Mediana	D.P.	Mín	Máx	Média	Mediana	D.P.	Mín	Máx
DISPER	0,120	0,069	0,174	0,000	1,996	0,077	0,034	0,123	0,000	1,000
ERR	-1,661	-1,670	0,793	-3,996	2,793	-0,676	-0,640	0,816	-4,000	4,720
ESG	42,850	42,250	18,920	0,659	93,110	46,370	45,220	20,510	0,774	95,950
Env	37,340	35,770	25,290	0,000	98,020	37,730	35,400	29,640	0,000	99,150
Soc	40,840	39,250	23,440	0,053	96,860	46,830	44,940	22,900	0,000	98,990
Gov	50,310	50,090	21,450	0,290	98,320	52,180	53,610	22,300	0,101	99,460
Res. Use	40,260	38,020	30,620	0,000	99,890	40,350	38,140	34,150	0,000	99,940
Emiss	41,330	40,440	29,990	0,000	99,880	41,690	39,860	34,220	0,000	99,940
Innov	22,910	0,000	29,440	0,000	99,810	25,860	0,000	31,810	0,000	99,800
Work	54,540	56,510	27,150	0,259	99,930	51,830	51,820	28,360	0,000	99,940
Hum_Rig	23,700	9,740	29,570	0,000	99,280	29,740	15,000	33,280	0,000	99,430
Comm	40,320	29,800	29,800	0,000	99,940	56,100	59,050	27,910	0,000	99,960
Prod	43,530	41,090	32,510	0,000	99,940	46,570	40,630	29,220	0,000	99,920
Manag	50,930	51,070	28,540	0,117	99,960	54,970	56,740	27,840	0,016	99,990
Shareh	50,620	50,940	28,210	0,049	99,960	53,600	54,960	27,920	0,013	99,990
CSR	46,810	47,360	31,560	0,000	99,950	36,130	30,740	34,070	0,000	99,970
Growth	0,144	0,100	0,296	-0,996	1,994	0,095	0,057	0,259	-0,999	1,998
Size	21,410	21,270	1,944	8,910	29,380	21,770	21,750	2,043	6,908	29,090
Liquidity	1,880	1,486	1,355	0,017	9,997	2,060	1,600	1,742	0,000	19,970
ROA	0,063	0,050	0,078	-0,957	0,975	0,036	0,033	0,093	-1,000	0,992
Margin	0,113	0,088	0,144	-0,999	1,000	0,072	0,057	0,172	-0,999	0,998
Leverage	0,898	0,445	1,465	0,000	19,380	0,900	0,507	1,263	0,000	9,998
Tangibility	0,258	0,214	0,218	0,000	1,137	0,234	0,144	0,250	0,000	0,998
MTB	4,659	2,517	7,613	0,000	99,770	2,787	1,820	2,834	0,000	19,980
SD_ROA	0,035	0,022	0,052	0,000	0,972	0,042	0,021	0,067	0,000	0,999
Analyst	0,674	0,778	0,504	0,000	1,763	0,806	0,903	0,454	0,000	1,771
Var_EPS	0,099	0,066	1,871	-19,780	19,960	-0,057	0,019	1,617	-9,995	9,997
L_P	0,054	0,040	0,093	-0,980	0,998	0,040	0,047	0,109	-1,000	0,989

Averiguando os dados, nota-se que a dispersão das previsões dos analistas é maior para os países do BRICS em comparação aos países do G7. A maior dispersão do grupo BRICS é, aproximadamente, o dobro do mesmo valor para o grupo G7. Logo, conclui-se que há maior precisão para o segundo grupo. Já dentro do erro das previsões financeiras dos analistas, destaca-se um menor valor para os valores do BRICS quando comparado ao valor dos países do G7. Dessa forma, tem-se maior acurácia para os dados do primeiro grupo.

Em relação ao índice ESG, os países do G7 apresentam cerca de 8,21 pontos percentuais acima dos países do BRICS. Ao diferenciar os três termos, evidencia-se que a questão ambiental é praticamente semelhante em ambos os grupos, o âmbito de governança corporativa traz uma diferença de 1,87 pontos para o G7, enquanto o maior diferencial é demonstrado na dimensão social, com uma discrepância de 6 pontos também para o G7. Para exemplificar essa questão, considera-se a comparação entre o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) para os grupos de países: para o grupo BRICS, tem-se uma média de 0,74; enquanto as nações do G7 detêm um índice de 0,92.

Dentro do segmento ambiental, os valores foram bem próximos para ambos os casos, com destaque para um maior resultado aliado à variável de inovação, uma vez que o conjunto do G7 destina maior recurso para a área tecnológica. Para o âmbito social, como destacado anteriormente, tem-se uma ampla vantagem para as nações do G7, cujas pontuações de Direitos Trabalhistas, Responsabilidade do Produto e Comunidade são maiores quando comparadas às pontuações do BRICS. O realce maior é dado para o índice de Comunidade, o que demonstra que as companhias do Grupo dos Sete investem mais no relacionamento com a comunidade.

Já no meio da governança corporativa, o G7 apresenta uma leve vantagem nas variáveis de abrangência da Gestão e dos Acionistas, enquanto o BRICS possui uma grande superioridade no valor do CSR. Trata-se de um fator interesse, já que o CSR pode ser considerado precursor do ESG. Dessa maneira, como o G7 possui números mais altos relacionados ao ESG, nota-se que os países do BRICS ainda estão passando por uma etapa de transição entre os dois conceitos.

Em relação às variáveis de controle, é evidente que, no geral, os índices do BRICS foram melhores quando comparados ao G7. Evidenciam-se as variáveis de Variação do EPS, Market-to-book, Índice ROA, Margem e Crescimento, cujos valores percentuais foram 40% maiores quando comparados aos valores do G7. Tais dados estão em concordância com o cenário econômico atual de crescimento do grupo subdesenvolvido.

A análise correlacional utiliza uma matriz de correlação para estudo bidimensional das variáveis. Destacam-se elevados números correlacionais (em sua maioria, maiores que 0,8), entre as variáveis independentes dos segmentos ESG (variáveis “Env”, “Soc” e “Gov”) tanto no BRICS quanto no G7.

Outrossim, destaca-se uma relação positiva entre as variáveis independentes oriundas de cada segmento ESG: por exemplo, os índices originados do bloco Environment (“Res. Use”; “Emiss”; Inov”) possuem grande correlação com a variável independente “Env”. Tal fato é extremamente lógico e coerente, uma vez que tais fatores mantêm uma grande associação entre si.

Realizando a comparação entre os valores do BRICS e do G7, a dessemelhança foi pequena, o que é demonstrado pela existência de diversos valores na ordem de 10-2.

Uma das variáveis que trouxe maior desigualdade nos resultados foi a relativa à inovação (“Inv”). Trata-se de um índice procedente da linha ambiental. As nações do G7 obtiveram maiores números correlacionais associados a tal variável, o que pode ser explicado pelo maior investimento na área científica, como citado anteriormente. Dessa forma, tem-se uma ampliação da influência desse termo nos demais.

Outras duas variáveis que detêm destaque devido à maior diferença dentro da comparação são aquelas referentes ao tamanho (“Size”) e ao número de analistas (“Analyst”). Assim como a variável “Inv”, os países do G7 obtiveram uma vantagem significativa nos valores correlacionais desses índices, o que caracteriza uma maior ação do tamanho das corporações nas análises ESG para o caso dos países desenvolvidos.

Dentro das regressões lineares, a priori, fez-se a regressão linear considerando a variável dependente de dispersão (“DISPER”) para os dados do BRICS. Tem-se que o ESG, em seu contexto geral, mantém uma relação negativa com a dispersão, o que comprova que o ESG, quando analisado como um termo plural, aumenta a precisão dos analistas financeiros. Outrossim, comprova-se que os segmentos ambiental e social também mantêm uma relação negativa com a variável dependente, enquanto o segmento de governança não possui uma relação significativa.

Já para o caso do G7, nota-se uma diferença em alguns resultados, fato que comprova a hipótese de distinção das análises quando há a segregação por grupo de países. Em uma primeira averiguação: a relação do ESG (variável independente ampla) com a dispersão das previsões dos analistas financeiros também é negativa, o que mostra que, para o G7, também há um aumento da precisão com a adoção dos índices ESG.

A curiosa averiguação está relacionada à regressão considerando as variáveis independentes individuais do ESG. Nessas ocasiões, nenhum dos segmentos demonstrou relação com o nível de dispersão das previsões dos analistas. Assim, enquanto, para o BRICS, existe uma relação negativa entre os níveis de dispersão e os índices ambiental e social, para o G7, não existe qualquer relação entre a dispersão e os âmbitos segregados do ESG.

Uma possível justificativa é baseada na noção de ESG como uma abordagem vastamente associada, sendo a averiguação individual das práticas que a compõem ainda inconstante. A justificativa para essa questão está relacionada às condutas de cada segmento: as ações dentro de uma área tem grande influência no contexto das demais, sendo um ecossistema plural.

Partindo para uma análise mais robusta, realizaram-se duas proposições, buscando prová-las mediante novas seletivas. A primeira suspeita é temporal: o período de tempo selecionado (2011 - 2022) interferiu negativamente no resultado encontrado, o que está associado à onda crescente de ESG nos últimos anos. Dessa maneira, fez-se uma nova análise, considerando um período mais curto e contemporâneo (2018 - 2022).

A segunda suspeita é relativa às variáveis de controle com coeficiente insignificante em relação à variável dependente de dispersão. Assim, para uma melhor averiguação, definiram-se as variáveis que possuem maior correlação com a variável dependente de análise (dispersão). Logo, as variáveis escolhidas foram aquelas relativas ao índice ROA, à margem, à tangibilidade, à variação EPS e à relação lucro e preço.

Conforme o segundo estudo, conclui-se que o ESG, em seu contexto geral, assim como supracitado, mantém relação negativa com a dispersão das previsões tanto para o BRICS quanto para o G7. Nos termos individuais, certos resultados obtidos divergem daqueles definidos anteriormente. Entretanto, salienta-se que nenhuma das variáveis, seja do ESG geral ou de seus segmentos, demonstrou relação positiva com a dispersão das previsões, considerando os dois estudos. Os resultados são demonstrados no Quadro 1.

Quadro 1: Relação das variáveis independentes com a variável dependente “DISPER”.

	BRICS		G7	
	2011 - 2022	2018 - 2022	2011 - 2022	2018 - 2022
ESG	Relação negativa	Relação negativa	Relação negativa	Relação negativa
Ambiental	Relação negativa	Relação nula	Relação nula	Relação negativa
Social	Relação negativa	Relação negativa	Relação nula	Relação negativa
Governança	Relação nula	Relação nula	Relação nula	Relação nula

Dentro da perspectiva do erro nas previsões, realizaram-se novamente as regressões lineares, considerando como variável dependente o erro nas previsões dos analistas. Para o BRICS, tem-se que o ESG, seja em seu contexto geral ou dentro de uma averiguação individual dos termos, não mantém relação com o erro.

Tal fato vai contra hipótese criada referente ao aumento da acurácia quando as previsões dos analistas consideram os valores de ESG.

Para o G7, os coeficientes obtidos nas regressões também apontam inexistência nas relações entre a variável dependente (erro nas previsões) e as variáveis independentes relacionadas ao ESG geral e específico. Logo, considerando ambos os grupos de países, salienta-se um resultado interessante: apesar de trazer maior precisão, característica demonstrada previamente, os índices de ESG não apresentam relação com a acurácia das previsões dos analistas.

Levanta-se a proposição de que o ESG ainda é uma nova tendência dentro do meio corporativo. Ou seja, apesar de existir desde a década de 2000, o conceito ganhou força principalmente durante o contexto pandêmico, em que houve um grande crescimento da conscientização ambiental e social. Dessa maneira, é notória a presença de outras variáveis com maior influência sobre a acurácia dos analistas.

Da mesma forma realizada para a dispersão das previsões, fez-se um ajuste na análise: primeiramente, selecionaram-se os dados referentes aos anos de 2018 a 2022. Analisando os coeficientes obtidos, tem-se que, para o BRICS, o ESG geral e o segmento ambiental mantêm uma positiva com o erro das previsões dos analistas, enquanto as áreas social e de governança não possuem relação com a variável dependente. Já para o G7, assim como no primeiro caso, nenhuma variável mantém relação com a variável dependente.

Dessarte, nota-se um cenário divergente das hipóteses criadas, considerando tanto a análise no maior período quanto para os ajustes realizados. Esse fato pode ser examinado por certas visões. A primeira traz novamente a questão da grande incerteza do acerto das previsões dos analistas financeiros com a ponderação do ESG.

A segunda investigação faz referência à relação positiva encontrada dentro do BRICS. Ressalta-se uma possível conduta hesitante das companhias: há um forte investimento nas divulgações públicas voltadas às ações de ESG, mas pode-se constatar a falta de práticas reais que realmente tragam produtos sustentáveis e de ganho econômico.

Assim, depreende-se que a análise sob a ótica do ESG, seja em seu âmbito amplo ou específico, não possui relação com a acurácia das previsões dos analistas financeiros. Ou seja, é imprescindível a consideração do contexto como indefinido, sendo necessário o aguardo para a realização de novos diagnósticos dentro do mercado. Os resultados são demonstrados no Quadro 2.

Quadro 2: Relação das variáveis independentes com a variável dependente “ERR”.

	BRICS		G7	
	2011 - 2022	2018 - 2022	2011 - 2022	2018 - 2022
ESG	Relação nula	Relação positiva	Relação nula	Relação nula
Ambiental	Relação nula	Relação positiva	Relação nula	Relação nula
Social	Relação nula	Relação nula	Relação nula	Relação nula
Governança	Relação nula	Relação nula	Relação nula	Relação nula

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Chahine, Salim, Daher, Mai and Saade, Samer (2021), Doing good in periods of high uncertainty: Economic policy uncertainty, corporate social responsibility, and analyst forecast error, *Journal of Financial Stability*, 56, issue C, number S1572308921000784, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:finsta:v:56:y:2021:i:c:s1572308921000784>.

Cormier, D. and Magnan, M. (2014), The impact of social responsibility disclosure and governance on financial analysts' information environment, *Corporate Governance*, Vol. 14 No. 4, pp. 467-484. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2013-0012>.