

Práticas Ambientais, Sociais e de Governança e o Desempenho das Empresas Brasileiras

Environmental, Social and Governance Practices and the Performance of Brazilian Companies

Hyane Correia Forte

Mestra em Administração e Controladoria pelo Programa de Pós-graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará (PPAC/UFC)
Endereço: Av. da Universidade, 2431 – CEP 60020-180 – Fortaleza – CE – Brasil
Telefone: (85) 3366.7816
E-mail: hyane.correia@gmail.com
ORCID: 0000-0002-9559-5267

Vicente Lima Crisóstomo

Doutor em Finanças pela Universidade de Valladolid/Espanha
Endereço: Av. da Universidade, 2431 – CEP 60020-180 – Fortaleza – CE – Brasil
Telefone: (85) 3366.7816
E-mail: vlc@ufc.br
ORCID: 0000-0002-8593-0471

Leonardo Moura Peixoto Neto

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Ceará (CESA/UECE)
Endereço: Av. Dr. Silas Munguba, 1700 – CEP 60714-903 – Fortaleza – CE – Brasil
Telefone: (85) 3101.9755
E-mail: leonardompn@gmail.com
ORCID: 0009-0005-9094-9336

Resumo

A preocupação das empresas com as questões Ambientais, Sociais e de Governança (ASG) têm-se tornado relevante para a sociedade. Em função disto, parece que empresas têm passado a dar atenção a estas ações tentando incorporá-las à sua estratégia. Tem sido sugerido que um melhor padrão de ASG da empresa, além de contribuir para aprimorar a gestão, é capaz de gerar sensibilidade favorável dos *stakeholders* da empresa, e, assim, favorecer seu desempenho. Este trabalho tem como objetivo investigar a relação do engajamento em práticas ASG sobre o desempenho das empresas brasileiras. Para tanto, foi usada uma amostra de 876 observações anuais de 93 empresas listadas na B3 que são avaliadas pela *Refinitiv* (LSEG Eikon). Como *proxy* para ASG, foi utilizada a avaliação da Refinitiv e a presença da empresa no ISE. Como *proxy* para desempenho, adotou-se o desempenho financeiro (ROA e ROE) e o valor de mercado da empresa foi medido pelo *Market-to-Book* e o Q de Tobin. Estimação de modelos forneceram resultados que indicam haver, no Brasil, um melhor desempenho da empresa que adota mais elevado padrão de ASG. Os resultados são robustos às duas *proxies* para ASG e às quatro *proxies* para desempenho da empresa. Estes achados indicam que, de fato, ASG parece ser capaz de melhorar a gestão da empresa e, em paralelo, de gerar uma sensibilidade positiva de seus *stakeholders*, o que favorece o ciclo virtuoso entre preocupação da empresa com seus *stakeholders* e seu desempenho.

Palavras-chave: Práticas ambientais, sociais e de governança. ASG. Desempenho financeiro. Valor de mercado. Teoria dos *Stakeholders*. Brasil.

Abstract

Submetido em 21/12/2023 e aceito em 11/03/2024 por Juliana Molina Queiroz após o processo de Double Blind Review

Firm concerns with Environmental, Social and Governance (ESG) issues have become relevant to society. As a result, it seems that firms have started to pay attention to these actions, trying to integrate them into their strategy. It has been suggested that better firm ESG standard, in addition to contributing to improving management, is capable of generating favorable sensitivity among firm stakeholders, and thus favoring its performance. This work aims to investigate the influence of engagement in ESG practices on the performance of Brazilian firms. The work uses a relevant sample of 876 firm-year observations of 93 firms listed on the Brazilian Stock Exchange (B3) that are assessed by Refinitiv (LSEG Eikon). Two proxies ESG are used: the Refinitiv assessment and presence on the ISE (Sustainability Index). As a proxy for performance, financial performance (ROA and ROE) was adopted and the company's market value was measured by Market-to-Book and Tobin's Q. Model estimates provide results signaling that, in Brazil, higher ESG standard is linked to better firm performance. Results are robust to the two proxies for ESG and the four proxies for firm performance. These findings indicate that, in fact, ESG appears to be capable of improving the firm management and, in parallel, generating positive sensitivity among firm stakeholders, which favors the virtuous cycle among the firm and its stakeholders which may lead to better performance.

Keywords: Environmental, social and governance practices. ESG. Financial performance. Market value. Stakeholders Theory. Brazil.

1 Introdução

Atributos ambientais, sociais e de governança (ASG), conhecidos na literatura internacional como *Environmental, Social and Governance* (ESG), tornaram-se importantes ferramentas nas estratégias de negócios das empresas (Shakil, 2021; Yoon et al., 2018). Por muito tempo, as empresas centralizaram suas estratégias apenas em questões econômicas. Empresas consideradas bem-sucedidas demonstravam seu sucesso através de resultados financeiros favoráveis e, assim, tornavam-se cada vez mais atrativas para os investidores (Zhao et al., 2018). No entanto, essa realidade ainda vista no mercado financeiro vem sofrendo algumas mudanças devido à relevância que tem sido dada à relação da empresa com todos os seus *stakeholders* (King & Atkins, 2016).

Investidores têm passado a demandar das empresas, com maior frequência, ações sustentáveis que contribuam para o bem-estar social, além da tradicional *performance* financeira (Shakil, 2021). Neste contexto, gestores de fundos de investimento têm incorporado critérios ASG como um critério adicional no processo de tomada de decisão relativa à alocação de investimentos (CFA Institute, 2018). Esta nova tendência pode ser observada pelo alto volume de investimento ASG que avançou de 22,839 trilhões de dólares, em 2016, para 35,301 trilhões de dólares, em 2020, considerando os principais mercados mundiais que estão presentes na América do Norte, Ásia e Europa (Global Sustainable Investment Alliance, 2020).

O Banco da América prevê que 300 trilhões de dólares sejam distribuídos para fundos ASG nos próximos 20 anos (Khan, 2022). Em função deste movimento do mercado, parece que os fatores ASG passam a ser usados como métricas para nortear as boas práticas empresariais. Esses fatores configuram-se, neste novo cenário, como uma mudança de paradigma no relacionamento das empresas com os seus investidores, uma vez que a adoção de atributos sustentáveis está, de fato, tornando-se critério de análise de risco para a realização de futuros investimentos em uma empresa (Velte, 2017; Zhao et al., 2018).

Sugere-se, sob a Teoria *Stakeholder* (Freeman, 1994, 1998), que investimentos em atividades ambientais e socialmente responsáveis são capazes de promover impacto favorável na redução dos riscos da empresa e na criação de valor a longo prazo. Ou seja, ao realizar ações socialmente responsáveis que beneficiam a empresa e seus *stakeholders*, a empresa caminha no sentido de um comportamento socialmente responsável que lhe permite ter um comportamento

ético, sustentável e preocupado com o bem-estar da sociedade, o que é bem visto pelos *stakeholders* em geral (Yin et al., 2023). Nessa perspectiva, sugere-se que investidores sejam mais propensos a ampliar seus investimentos em empresas compromissadas com a sociedade e com uma boa reputação corporativa (Yin et al., 2023).

Nesta conjuntura, foram criados diferentes índices ASG elaborados por agências de avaliação de práticas ASG visando fornecer informações aos investidores, e demais *stakeholders*, relativas ao engajamento das empresas a essas práticas e auxiliar no processo de tomada de decisão relativo à alocação de investimentos (ISEB3, 2024). Índices de mercado como o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), no Brasil, também, de certa forma, são capazes de avaliar a preocupação da empresa com ASG.

A evolução das agências de avaliação de desempenho ASG, nos centros financeiros mundiais, destaca a importância da avaliação do comprometimento das empresas com as práticas ambientais, sociais e de governança. Não somente *stakeholders* financeiros, como os investidores, mas também os clientes, funcionários e a sociedade em geral parecem preferir interagir com empresas transparentes e economicamente sustentáveis, uma vez que as práticas ASG são propostas como capazes de gerar valor e impacto socioambiental positivo para as empresas (Chen & Xie, 2022; Fafaliou et al., 2022). Esta é a proposição teórica do ciclo virtuoso entre empresa e *stakeholders*, sob o enfoque *Stakeholder*, que sugere haver um efeito positivo do comprometimento ambiental e social da empresa sobre seu desempenho (Freeman, 1994, 1998; Waddock & Graves, 1997). A faceta governança (G) tem sido incorporada a estes indicadores de responsabilidade ambiental e social (AS) com a mesma argumentação de favorecimento ao desempenho. Em outra direção, há proposição de que a adesão às práticas ambientais, sociais e de governança podem representar custos, nem sempre recuperáveis, que podem prejudicar as finanças da empresa e contribuir para uma desvantagem econômica (Aupperle et al., 1985; Dhar et al., 2022; El Khoury et al., 2021; Lee et al., 2018; Moskovics et al., 2023).

A avaliação do efeito de ações ASG sobre o desempenho corporativo tem tido crescente atenção da pesquisa, não havendo ainda, no entanto, resultados conclusivos (Barka et al., 2023; Fatemi et al., 2018; Yoon et al., 2018; Yu et al., 2023), o que motiva pesquisa adicional sobre o tema. Neste contexto, tem-se o seguinte questionamento de pesquisa: *Qual a relação entre o engajamento da empresa em práticas ambientais, sociais e de governança e o seu desempenho?*

Este estudo tem como objetivo investigar a relação entre o engajamento da empresa em práticas ASG e o seu desempenho no mercado brasileiro, um mercado emergente com crescente visibilidade. A pesquisa se torna oportuna e relevante ao ser um trabalho adicional que avalia a relação entre a adesão a práticas ambientais, sociais e de governança e o desempenho e criação de valor da empresa, em um importante mercado emergente. Os investidores no Brasil têm exigido um maior comprometimento das empresas com as questões ambientais, sociais e de governança. De acordo com pesquisa realizada pela Ernst & Young (2022), o desempenho ambiental, social e de governança das empresas direcionam o processo de tomada de decisão de 99% dos investidores. Além disso, 78% dos investidores sugerem que o investimento em ASG deve ser realizado mesmo com a redução do lucro (Ernst & Young, 2022). Existe, portanto, uma necessidade de se verificar o relacionamento do desempenho ASG com o desempenho corporativo das empresas. Também merece menção a legislação ambiental brasileira que cobra mais responsável ação social da empresa, notadamente em alguns setores (Viana Junior & Crisóstomo, 2017), e, a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISEB3, 2024).

O Brasil desempenha papel significativo na agenda das mudanças climáticas devido às suas características ambientais e à sua liderança nas negociações internacionais, sendo o país anfitrião da 30ª Conferência da Organização das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas (COP30) em 2025. Carvalhal e Nakahodo (2023) sugerem que a governança corporativa,

isoladamente, não é capaz de auferir melhores retornos a empresa, devendo os gestores melhorar os padrões ambientais, sociais e de governança para estabelecer um ambiente econômico empresarial mais resiliente. Assim, levando-se em conta o aumento da importância dos atributos ASG em contexto nacional e internacional, o estudo é de interesse para gestores de empresas e investidores, uma vez que há uma crescente pressão pelas regulamentações climáticas.

Estudos nacionais têm investigado mais frequentemente os determinantes da responsabilidade social corporativa das empresas (Crisóstomo & Oliveira, 2016) e comparado o desempenho financeiro das empresas presentes no ISE (Duda et al., 2022; Ferreira et al., 2021). Além disso, estudos internacionais investigaram o impacto, exclusivamente, das práticas ambientais e sociais no desempenho financeiro e de mercado das empresas (Cho et al., 2019; Crisóstomo et al., 2011). Desse modo, essa pesquisa diferencia-se das demais ao oferecer *insights* sobre a possível relação entre os aspectos ambientais, sociais e de governança (ASG) da empresa brasileira e o seu desempenho, levando-se em conta o desempenho financeiro e de mercado.

Destaca-se que a pesquisa preenche a lacuna existente na literatura brasileira sobre o relacionamento entre os aspectos ambientais, sociais e de governança e o desempenho financeiro e de mercado, uma vez que, inicialmente, o estudo se distingue ao examinar a perspectiva ASG por meio de duas métricas distintas: a avaliação ASG conduzida pela *Refinitiv* e a inclusão da empresa na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bolsa de Valores Brasileira, ambos usados pelo mercado financeiro. Assim, avança-se em relação a trabalhos anteriores focados em aspectos sociais e ambientais ao mesmo tempo em que permite avaliar a concordância entre duas diferentes métricas ASG. Ademais, a pesquisa emprega quatro variáveis distintas de desempenho financeiro e de mercado. Além disso, o estudo explora, também, a relação entre o desempenho ASG e o desempenho corporativo para todos os setores da economia e, separadamente, só para empresas não financeiras, levando-se em conta o endividamento que é elemento relevante em empresas não financeiras (Ellili, 2023).

A importância do estudo se eleva ao se analisar o mercado brasileiro, considerado um mercado emergente, sendo a 9ª maior economia do mundo (Fundo Monetário Internacional, 2023), cuja bolsa de valores trabalha anualmente com a elaboração de guias práticos que auxiliam as empresas listadas a inserirem as práticas ambientais, sociais e de governança nos seus negócios (Brasil, Bolsa, Balcão, 2023). Além disso, destaca-se que o Brasil abrange 62% da extensão territorial da floresta amazônica, conferindo-lhe um papel decisivo na pauta ambiental. O potencial verde do país, além de gerar impacto socioambiental (Esteves, 2022), pode estar associado à eficácia da governança das empresas. Assim, a pauta ambiental pode gerar uma maior mobilização das empresas a abraçarem os desafios ASG e, conseqüentemente, a atrair mais investimentos.

Para a pesquisa foi usada uma amostra de 876 observações anuais de 93 empresas listadas na B3, no período 2008-2022. Modelos econométricos foram estimados, além de realizar-se teste de diferença de médias. Os resultados indicam que, no Brasil, de fato, o mais elevado padrão de ASG está associado a melhor desempenho financeiro e de mercado das empresas. Os achados contribuem para o debate sobre preocupação das empresas com ações ASG, uma vez que proveem evidência de que a pressão dos *stakeholders* parece afetar o desempenho empresarial e/ou que um melhor desempenho em ASG pode promover uma sensibilidade positiva por partes dos *stakeholders*, sendo assim um achado no sentido de que, de fato, há um ciclo virtuoso entre ações ASG e desempenho da empresa brasileira.

O trabalho contribui ao prover evidência da presença do ciclo virtuoso entre ações ASG e desempenho empresarial no mercado brasileiro. Estes resultados são interessantes para gestores, investidores e pesquisadores. Gestores tomam mais consciência da necessidade de aprimoramento constante da política de ASG da empresa considerando ser esta relevante para

o desempenho financeiro e de mercado. Investidores, por sua vez, vêm que, de fato, empresas com melhor atenção a ações ASG parecem ser mais interessantes para compor suas carteiras de investimento. Pesquisadores dispõem de evidência adicional indicando que o preconizado ciclo virtuoso entre empresa e *stakeholders*, proposto pela Teoria *Stakeholder*, parece ser uma realidade no mercado brasileiro atualmente.

2 Referencial Teórico

2.1 Práticas ambientais, sociais e de governança e o desempenho das empresas

A perspectiva do estabelecimento das práticas ambientais, sociais e de governança ganhou destaque nos movimentos sociais, ambientais, de igualdade racial e de gênero, que ocorreram por volta da década de 1960 (Christ, 2021), como também nas demandas recentes por empresas com menor nível de risco de mercado, o que exige um melhor padrão de governança corporativa, que está associado a um comportamento ético da empresa. O Investimento Socialmente Responsável (ISR) surgiu a mais de 200 anos, baseado no investimento respaldado por questões éticas, fortemente associado às ações ASG (Christ, 2021), e tem ganhado destaque, recentemente, nos mercados financeiros (Barka et al., 2023).

Em 2004, a perspectiva ASG apareceu relatada, pela primeira vez, em um relatório financeiro elaborado pelo Pacto Global das Nações Unidas, objetivando interligá-la com as estratégias financeiras da empresa (Yu et al., 2023). As práticas ASG têm sido consideradas relevantes para o crescimento de mercado, inovação nos negócios, geração de lucros e de vantagem competitiva, aumento da rentabilidade e do valor de mercado das empresas (Albuquerque et al., 2019; Khan, 2022; Yoon et al., 2018). Crises financeiras, como a de 2007-2008, por exemplo, parecem exacerbar o interesse de mercados pelas práticas ASG (Narula et al., 2024).

A Teoria dos *Stakeholders* sugere que o sucesso dos produtos e serviços das empresas depende do bom relacionamento da gestão com o conjunto de seus *stakeholders* (Freeman, 1994, 1998; Velte, 2017). Pode-se esperar que o poder crescente dos *stakeholders* e das mídias torne as estratégias não financeiras da empresa ainda mais importantes (Orlitzky et al., 2003). Assim, sob a perspectiva do enfoque *Stakeholder*, diferentes estudos apontam que a integração de atividades socialmente responsáveis em estratégias e práticas corporativas podem gerar vantagens competitivas que propiciem a criação de valor de longo prazo para o acionista (Khanchel et al., 2023; Yin et al., 2023). Essas vantagens estão ligadas à melhoria na reputação da marca, à melhoria na produtividade dos funcionários, ao aumento na eficiência operacional e no desempenho corporativo, ao acesso a recursos para financiamento, à atração de investidores, e à melhoria no relacionamento com os órgãos reguladores, sociedade e outras partes interessadas (Godfrey et al., 2009; Yoon et al., 2018).

Nesse cenário de relevância de atividades empresariais socialmente responsáveis, a sociedade e o mercado financeiro têm demandado informações a respeito da conduta das empresas no que se refere à sua preocupação com questões de ASG (Silva & Carvalho, 2024). Isso tem feito com que as organizações tenham intensificado suas operações para um viés mais sustentável, com o objetivo de serem mais atrativas para os Investimentos Socialmente Sustentáveis (ISS) (Fernandes & Linhares, 2017). Assim, parece que as empresas têm dado crescente atenção às questões de sustentabilidade e à elaboração de instrumentos de divulgação de informações a respeito de suas práticas ambientais, sociais e de governança (Buallay, 2019; Chen & Xie, 2022; Li et al., 2018).

Apesar dos esforços empreendidos pelas empresas quanto à divulgação de informações sobre sua atenção aos aspectos ambientais, sociais e de governança, a crescente e forte demanda informacional dos diferentes *stakeholders* suscitou o surgimento de avaliações externas de ASG de empresas por parte de agências de avaliação. Essas agências disponibilizam avaliação

externa de ASG das empresas levando em conta os diferentes aspectos relacionados às perspectivas ambientais, sociais e de governança, visando mensurar o desempenho ASG de diferentes organizações (Scalet & Kelly, 2010).

Essas avaliações iniciaram-se tendo em conta as dimensões da responsabilidade social relativa a *stakeholders* não acionistas e meio ambiente (Freitas & Crisóstomo, 2021; Statman, 2006) e, mais recentemente, evoluíram para incorporar a dimensão governança corporativa que está muito relacionada com os acionistas. A avaliação realizada por esse tipo de agência tem a vantagem de ser uma avaliação externa que, *a priori*, é esperada que seja imparcial e baseada em metodologia adequada e segura, levando em conta todas as facetas do ASG (Freitas & Crisóstomo, 2021). Assim, presume-se que seja uma avaliação que melhor informa aos *stakeholders* a respeito do nível de preocupação da empresa com práticas ambientais, sociais e de governança, como também pode beneficiar as empresas com a divulgação do avanço dos seus atributos ambientais, sociais e de governança, sinalizando seu interesse com questões ASG que podem contribuir para mitigação de riscos e criação de valor (Scalet & Kelly, 2010). Neste contexto, diferentes métricas e índices de ASG têm sido propostos (Freitas & Crisóstomo, 2021).

No contexto de avaliação externa de ASG, no Brasil, em 2005, foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial, iniciativa pioneira na América Latina, sendo o quarto índice de sustentabilidade no Mundo (ISEB3, 2024). O ISE nasceu da colaboração inicial entre a Brasil, Bolsa, Balcão (B3 S.A.) e a *International Finance Corporation* (IFC). O ISE é um índice que objetiva apoiar os investidores na tomada de decisão de investimento, estimulando as companhias a adotarem melhores práticas de sustentabilidade, divulgando para o mercado aquelas mais empenhadas nesse processo (ISEB3, 2024). Os anos posteriores ao lançamento da primeira carteira do ISE, em 2005, aperfeiçoaram a elaboração dos questionários e as dimensões tratadas. Esse índice, atualmente, leva em consideração as seguintes dimensões: capital humano, capital social, governança corporativa e alta gestão, meio ambiente e modelos de negócios e inovação (Crisóstomo et al., 2018; ISEB3, 2023). Considera-se que esse índice fornece informações relevantes para o processo de decisão de investidores preocupados com o comprometimento com ASG das empresas.

2.2 Hipóteses

A avaliação do efeito de ações ASG sobre o desempenho corporativo tem tido crescente atenção da pesquisa, não havendo ainda, no entanto, resultados conclusivos (Fatemi et al., 2018; Margolis & Walsh, 2003; Orlitzky et al., 2003; Yoon et al., 2018). Velte (2017) conceitua desempenho um elemento que expressa o grau em que uma empresa atinge seus objetivos econômicos. O desempenho pode ter suas medidas baseadas na contabilidade, indicando rentabilidade, e, no mercado, sinalizando valorização que o mercado faz da empresa. A pesquisa sobre ações sociais e ambientais da empresa, como também de governança, tem usado estes dois indicadores (Orlitzky et al., 2003). As métricas fundamentadas no mercado são reflexo da visão que os acionistas/investidores têm da empresa (Cochran & Wood, 1984; Orlitzky et al., 2003). Já o retorno contábil refere-se às alocações discricionárias de recursos pelos gestores, ou seja, indicam o resultado da habilidade interna de tomada de decisão da gestão da empresa (Orlitzky et al., 2003).

Desde a proposição da Teoria *Stakeholder* (Freeman, 1994, 1998) surgiu e expandiu-se a pesquisa sobre as relações da empresa com seus *stakeholders* e se o grau de preocupação da empresa com estas questões importa, ou tem alguma consequência para a empresa (Orlitzky et al., 2003). Há uma mais forte proposição no sentido de que a preocupação com questões ASG é capaz de criar valor para a empresa (Chen & Xie, 2022; Li et al., 2018; Malik, 2015; Yoon et al., 2018). Por outro lado, também se argumenta que os investimentos em práticas ASG ocasionam custos elevados, fazendo com que a aplicação desses atributos nas indústrias possa

vir a ser uma desvantagem econômica para os negócios, além da dificuldade de sensibilizar-se positivamente o mercado (Aupperle et al., 1985; Crisóstomo et al., 2011; Dhar et al., 2022).

Estudos relatam que além das melhorias no bem-estar social, no meio ambiente, na redução dos gases de efeito estufa e no aumento da transparência de informações, a aplicação de práticas ASG pode impactar positivamente o desempenho financeiro das empresas em função da maior responsabilidade e aprimoramento da confiança das partes interessadas (Chen & Xie, 2022; Li et al., 2018; Malik, 2015; Yoon et al., 2018). Sugere-se que as práticas ASG são como produtos estratégicos voltados às partes interessadas de uma empresa, produtos estes que podem contribuir para a conquista de mais espaço no mercado (Alareeni & Hamdan, 2020). Propõe-se que empresas mais eficientes no estabelecimento de práticas de responsabilidade social, de interação com o meio ambiente, e de governança corporativa tendem a comprometer-se com um comportamento ético, melhorando o compromisso da força de trabalho com a empresa, o controle dos riscos da empresa, e a reputação da empresa frente ao conjunto de *stakeholders* externos, com reflexo positivo no desempenho financeiro (Alareeni & Hamdan, 2020; Gao et al., 2023; Sharfman & Fernando, 2008).

Em suma, sugere-se que o engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança tende a contribuir com o desempenho financeiro da empresa brasileira, considerando que a intensidade do debate e ação governamental e de organizações da sociedade civil têm fomentado o aprimoramento de ações ASG das empresas. Esse engajamento também é considerado como capaz de favorecer a imagem reputacional da empresa, o que pode fazer com que a empresa seja mais bem apreciada pelos investidores, favorecendo o investimento na empresa e, conseqüentemente, seu desempenho financeiro, como consequência do ciclo virtuoso entre empresa e *stakeholders* (Freeman, 1998; Waddock & Graves, 1997). Com esta argumentação, tem-se a proposição da hipótese de que o engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa melhora a *performance* da empresa no mercado brasileiro:

Hipótese 1: O engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança influencia positivamente o desempenho financeiro das empresas.

O desenvolvimento de práticas ASG é preconizado como capaz de contribuir para redução do nível de assimetria informacional e, conseqüentemente, do custo de seleção adversa associada à obtenção de capital, aumentando a confiança dos investidores (Fafaliou et al., 2022; Kim & Lyon, 2015). Frente à crescente pressão por parte da sociedade por um comportamento socialmente responsável da empresa, considera-se como relevante para a empresa a conciliação dos seus interesses com os dos diferentes *stakeholders* (Velte, 2017). Esse alinhamento de interesses e a inclusão de práticas socialmente sustentáveis pode fazer com que os investidores se sintam mais seguros e estimulados a investir na empresa, o que pode promover impacto na redução dos riscos e na promoção da criação de valor a longo prazo.

O estabelecimento de práticas ASG pelas empresas pode contribuir para ampliar a transparência das informações entre a empresa e seus diversos *stakeholders* (Azmi et al., 2021). Os dados ASG auxiliam os investidores na visualização do *trade-off* entre o risco e retorno de uma empresa (Yu et al., 2023). Essa situação é preconizada como capaz de favorecer a avaliação da empresa, gerando uma maior demanda e, conseqüentemente, um maior crescimento (Buallay, 2019). Assim, tem-se a hipótese de que o engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa favorece o valor de mercado da empresa:

Hipótese 2: O engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança influencia positivamente o valor de mercado das empresas.

3 Metodologia

3.1 Amostra

A pesquisa classifica-se como quantitativa, exploratória e descritiva. A amostra é um painel de dados composto por 876 observações anuais de 93 empresas listadas na B3 que foram avaliadas pela Refinitiv (LSEG Eikon), agência que fornece informações ASG, no período 2008-2022, obtendo-se dados financeiros no Economática®. Para uma análise robusta dos dados, foram consideradas na amostra apenas empresas com três ou mais anos consecutivos de dados válidos.

A relevância da amostra é confirmada pela sua ampla distribuição setorial, o que é importante para o estudo. Os setores estão classificados conforme terminologia da Bovespa (B3). A Tabela 1 apresenta a amostra do estudo distribuída por setor e ano:

Tabela 1*Distribuição amostral por setor e ano***Painel A – Distribuição amostral por setor**

Setor	Empresas	Percentual (%)	Observações	Percentual (%)
Bens industriais	9	9,68	67	7,65
Consumo cíclico	19	20,43	138	15,75
Consumo não cíclico	9	9,68	84	9,59
Financeiro	14	15,05	136	15,53
Materiais básicos	10	10,75	131	14,95
Petróleo, gás e biocombustível	6	6,45	59	6,74
Saúde	7	7,53	64	7,31
Telecomunicações & TI	3	3,23	32	3,65
Utilidade pública	16	17,20	165	18,84
Total	93	100,00	876	100,00

Painel B – Distribuição amostral por ano

Ano	Observações	Percentual (%)
2008	6	0,68
2009	14	1,60
2010	25	2,85
2011	46	5,25
2012	56	6,39
2013	59	6,74
2014	63	7,19
2015	65	7,42
2016	67	7,65
2017	68	7,76
2018	71	8,11
2019	76	8,68
2020	86	9,82
2021	87	9,93
2022	87	9,93
Total	876	100,00

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

3.2 Modelos e mensuração das variáveis

Os modelos das Equações (1) e (2) são propostos para contrastar as hipóteses de pesquisa:

$$DFIN = \beta_0 + \beta_1 ASG + \beta_2 TAM + \beta_3 INV + [\beta_4 END] + \beta_{5:13} SETOR + \beta_{14} ANO + \varepsilon \quad (1)$$

$$VM = \beta_0 + \beta_1 ASG + \beta_2 TAM + \beta_3 INV + [\beta_4 END] + \beta_{5:13} SETOR + \beta_{14} ANO + \varepsilon \quad (2)$$

O constructo desempenho financeiro (DFIN) foi operacionalizado através da variável retorno sobre o ativo (ROA), que representa a rentabilidade da empresa, e pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), que representa o retorno sobre o capital investido como sumarizado na Tabela 2. Por sua vez, o indicador do valor de mercado é aproximado pelas variáveis Q de Tobin (TOBINSQ) e *market-to-book* (MTB).

Tabela 2*Operacionalização das variáveis do estudo*

Constructo	Variáveis dependentes	Operacionalização	Fonte de dados	Embasamento	
Desempenho financeiro (DFIN)	Retorno sobre ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	Economática®	Abdi e Câmara-Turull (2022); Narula et al. (2024).	
	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Economática®	Duda et al. (2022); Pozzoli et al. (2022).	
Valor de mercado (VM)	Market-to-book (MTB)	$\frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Ativo total}}$	Economática®	Abdi e Câmara-Turull (2022); Duda et al. (2022).	
	Q de Tobin (TOBINSQ)	$\frac{\text{Valor de mercado} + \text{Dívida}}{\text{Ativo total}}$	Economática®	Narula et al. (2024).	
Constructo	Variáveis independentes	Operacionalização	Fonte de dados	Embasamento	Sinal esperado
Práticas Ambientais, Sociais e de Governança (ASG)	ESG Score (ESG)	Pontuação de 0 a 100.	Refinitiv (LSEG Eikon)	Abdi et al. (2022); Pozzoli et al. (2022).	+
	Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	Variável <i>dummy</i> : 0 – A empresa não está presente no Índice de Sustentabilidade Empresarial. 1 – A empresa está presente no Índice de Sustentabilidade Empresarial.	B3 S.A.	Crisóstomo et al. (2018); Duda et al. (2022).	+
Variáveis de controle	Tamanho (TAM)	\ln (Ativo total)	Economática®	Dremptic et al. (2020); Lee e Suh (2022).	+
	Investimento (INV)	$\frac{\text{Investimento em bens de capital}}{\text{Ativo imobilizado}}$	Economática®	Crisóstomo et al. (2014).	+
	Endividamento (END)	$\frac{\text{Dívida total}}{\text{Ativo total}}$	Economática®	Eliwa et al. (2021).	-
	Setor de atividade (SETOR)	Setor de atividade da empresa, conforme estabelecido pela Bovespa® (Variável <i>dummy</i>)	Economática®	Miralles-Quirós et al. (2018); Yoon et al. (2018).	NA
	Período (ANO)	Ano da observação (Variável <i>dummy</i>)	Economática®	-	NA

Nota. NA = Não se aplica.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A mensuração do constructo das práticas ambientais, sociais e de governança (ASG) foi operacionalizada por meio do estabelecimento de duas variáveis independentes: ESG Score (ESG) e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) (Tabela 2). A variável ESG seguiu a métrica estabelecida pela Refinitiv (LSEG Eikon), que detém um dos maiores bancos de dados ESG, cobrindo, aproximadamente, 90% do valor de mercado global (LSEG Data & Analytics, 2024). A pontuação ESG estabelecida varia de 0 a 100. Ela contempla os pilares ‘Ambiental’, ‘Social’ e ‘Governança’, que agrupam dez categorias ao todo (uso dos recursos, emissões, inovação, trabalhadores, direitos humanos, comunidade, responsabilidade do produto, gestão, acionistas e estratégias de responsabilidade social corporativa). Destaca-se que o ESG Score é uma soma relativa dos pesos das categorias, que podem variar conforme os setores, quando se trata dos pilares ‘Ambiental’ e ‘Social’ (LSEG Data & Analytics, 2024). A variável ISE, por

sua vez, é uma variável *dummy*, que leva em consideração a presença ou não presença da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 no em cada ano. A variável ISE tem valor 1 se a empresa está na carteira do ISE naquele ano e 0 em caso contrário (Tabela 2). O Índice de Sustentabilidade Empresarial foi o quarto índice de sustentabilidade criado no mundo, o segundo criado em um país emergente e o primeiro da América Latina (Crisóstomo et al., 2018; ISEB3, 2023; Zicari, 2017).

A metodologia estabelecida pelo ISE considera a aplicação de um questionário direcionado às empresas listadas na B3 como parte do processo de avaliação para determinar a composição da carteira ISE (Crisóstomo et al., 2018; Guimarães et al., 2018). O questionário contempla cinco dimensões: ‘Capital humano’, ‘Governança corporativa e alta gestão’, ‘Modelo de negócios e inovação’, ‘Capital social’ e ‘Meio ambiente’. Essas dimensões contemplam 28 temas. Após a avaliação do questionário, são estabelecidos *Scores* por dimensão que são considerados para a classificação das empresas. Além dos *Scores*, são considerados para a escolha das empresas que irão compor a carteira do ISE: o *Rep Risk Index* (métrica de risco reputacional), e critérios específicos de inclusão e de exclusão estabelecidos pelo Comitê Gestor do ISE (ISEB3, 2024).

O estudo utiliza como variável de controle o tamanho da empresa (TAM), que é operacionalizado por meio do logaritmo natural do ativo total. Destaca-se que o tamanho da empresa é considerado determinante quanto à disponibilidade de dados e recursos que promovem as informações ASG. Sugere-se que a gestão de sustentabilidade de uma empresa depende diretamente da presença de recursos na organização. Nesse sentido, tem-se que empresas maiores dispõem de mais recursos para ações ASG (Drempetic et al., 2020; Lee & Suh, 2022).

A pesquisa utiliza como variáveis de controle o endividamento (END), o nível de investimento (INV), setor de atividade (SETOR) e o período (ANO) (Tabela 2). Sugere-se que empresas endividadas tendem a direcionar seus fundos financeiros às atividades fundamentais da empresa e serviço da dívida devendo a empresa atentar para evitar muito elevado nível de endividamento que pode comprometer sua capacidade de investimento. Considerando que a variável endividamento (END) não é oportuna para empresas financeiras, ela foi considerada apenas para estimações com empresas não financeiras.

O nível de investimento da empresa (INV) é importante para promover o desenvolvimento da empresa e seu desempenho (Darrat et al., 2006). Utilizou-se esta variável defasada um período considerando que o investimento requer prazo para gerar retorno. O setor de atividade é sempre um elemento importante de controle ao permitir avaliar-se a sensibilidade setorial às questões ASG (Miralles-Quirós et al., 2018; Yoon et al., 2018).

Com o objetivo de mitigar possíveis problemas relacionados à presença de *outliers*, optou-se por empregar o método de *winsorização* nos percentis 5% e 95% das variáveis ROA, ROE, TOBINSQ, MTB, END e INV.

Para a estimação de dados em painel, é viável a utilização dos métodos de *Pooled OLS*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. No entanto, considerando que a variável ‘setor de atividade’ apresenta efeito fixo ao longo do tempo, a estimação de dados em painel com efeitos fixos pode se fazer imprecisa. Adicionalmente, por meio da realização dos testes de Cumby-Huizinga e Breusch-Pagan, verificou-se a presença, respectivamente, de autocorrelação serial e heterocedasticidade dos resíduos, o que pode comprometer as estimações por *Pooled OLS* (Wooldridge, 2002). Nesse contexto, os modelos do estudo foram estimados pelo Método de Mínimos Quadrados Generalizados (FGLS - *Feasible Generalized Least Squares*) para dados em painel, que corrige os problemas relacionados à heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos. A análise foi conduzida utilizando o *software Stata*, versão 14.

4 Análise dos Resultados

4.1 Estatística descritiva e inferencial

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis das estimatórias: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), *market-to-book* (MTB), Q de Tobin (TOBINSQ), tamanho (TAM), nível de investimento (INV) e endividamento (END). Observa-se, inicialmente, que as empresas brasileiras apresentam um retorno médio sobre os ativos (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE) de 6,30% e 11,20%, respectivamente, com alta dispersão como se vê pelo coeficiente de variação (CV) superior a 1,6. Pode-se observar que as empresas brasileiras apresentam um bom desempenho de mercado, com média de Q de Tobin de 1,395 e 1,278 de MTB. Dessa forma, observa-se que as empresas estão sinalizando ter boas oportunidades de investimento, o que contribui para seu melhor valor de mercado (Colauto et al., 2010). No geral, pode-se notar que há grande variabilidade no desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras.

Tabela 3

Análise descritiva das variáveis dos modelos

Variáveis	N	Média	Mediana	DP	CV	Mínimo	Máximo
ROA	876	0,063	0,057	0,105	1,667	-0,411	0,412
ROE	876	0,112	0,121	0,181	1,624	-0,407	0,572
MTB	876	1,278	0,834	1,320	1,033	0,007	7,101
TOBINSQ	876	1,395	0,980	1,273	0,913	0,027	7,005
TAM	876	15,47	15,120	1,558	0,101	12,412	20,075
INV	876	0,149	0,049	0,396	2,660	-0,585	1,270
END	740	0,211	0,196	0,162	0,769	0,000	0,894

Nota. N = Número de observações; DP = Desvio padrão; CV = Coeficiente de variação.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

No que tange as variáveis de controle do estudo, observa-se que o investimento médio é igual a 0,149, com máximo de 1,270; e o endividamento, que apresenta um total de 740 observações, uma vez que é uma variável usada somente para empresas não financeiras, apresenta média de 0,211, com mediana de 0,196. Assim, verifica-se que os valores das variáveis do estudo parecem realistas, uma vez que estão dentro dos limites estimados por literaturas anteriores (Cleary, 1999; Eliwa et al., 2021; Francis et al., 2005). Vale destacar a alta dispersão do nível de investimento da empresa brasileira (CV = 2,66), sinalizando a existência de empresas muito intensivas em investimento em contraste com outras que talvez estejam encarando processos de desinvestimento.

Na Tabela 4, é exibida a estatística descritiva das variáveis independentes. O desempenho ASG, medido pela variável *ESG Score* da *Refinitiv*, ao longo do período estudado, apresenta valores médios superiores a 50%, com pouca dispersão, o que se vê pelo baixo coeficiente de variação. A média geral da variável é igual a 52,548, indicando um desempenho pouco acima da média das empresas brasileiras em questões ambientais, sociais e de governança. Esse resultado sugere um nível moderado de transparência na divulgação de dados materiais de ASG por parte das empresas brasileiras (LSEG Data & Analytics, 2024). Destaca-se ainda, que a média geral de ASG do Brasil é superior à média geral dos países membros do G20, a qual é igual a 41,439, segundo Pinheiro et al. (2024). Além disso, a média do Brasil ainda é superior, se comparada à média geral do desempenho ASG das empresas que compõem o BRICS, sendo desta igual a 45,960 (Garcia et al., 2017).

Tabela 4*Análise descritiva das proxies para ASG*

Painel A – ESG (Refinitiv)							
Ano	N	Média	Mediana	DP	CV	Mínimo	Máximo
2008	6	65,196	63,553	9,196	0,141	55,566	79,125
2009	14	58,501	58,979	16,297	0,279	33,817	85,360
2010	25	56,058	61,008	19,823	0,354	10,988	82,632
2011	46	53,808	54,253	18,754	0,349	7,238	85,283
2012	56	50,741	50,307	18,820	0,371	10,708	83,213
2013	59	51,526	53,147	20,838	0,404	7,281	83,158
2014	63	49,283	49,831	20,643	0,419	8,076	84,352
2015	65	50,385	54,096	20,746	0,412	6,678	87,201
2016	67	50,084	55,561	21,883	0,437	2,280	85,299
2017	68	51,210	55,041	21,916	0,428	5,408	91,559
2018	71	52,757	57,489	20,597	0,390	5,189	91,217
2019	76	52,626	56,643	22,320	0,424	1,254	92,043
2020	86	50,912	52,421	22,868	0,449	1,591	92,114
2021	87	54,632	58,199	21,548	0,394	1,498	91,365
2022	87	57,113	59,384	19,797	0,347	3,631	90,891
Total	876	52,548	55,473	20,914	0,398	1,254	92,114

Painel B – ISE			
	Presença no ISE	Nº de observações	Percentual (%)
	Com presença no ISE	317	36,19%
	Sem presença no ISE	559	63,81%
	Total	876	100%

Nota. N = Número de observações; DP = Desvio padrão; CV = Coeficiente de variação.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

No que tange à variável ISE, os resultados apontaram que foram identificadas 317 observações com registro de presença no ISE, proporção inferior a 40% do total (Tabela 4). É importante destacar que, até a carteira do ISE 2020/2021, a qual vigorou de janeiro até dezembro de 2021, existia uma limitação de 40 no número de empresas que poderiam compor a carteira anualmente. A partir da carteira 2021/2022, com mudanças na metodologia, o número de empresas para compor a carteira passou a ser ilimitado (ISEB3, 2024).

Na Tabela 5, apresenta-se a comparação do nível de ASG entre as empresas presentes no ISE e as demais. Observa-se que as empresas que compõem a carteira do ISE apresentam, como esperado, ESG *Score* superiores, com média igual a 66,045, enquanto as empresas que não participam do ISE têm média de 44,893 (Teste t de diferença de médias significante ao nível de 1%).

Tabela 5

Teste de diferença de médias do ESG Score entre empresas que estão e que não estão na carteira do ISE

Variáveis	Empresas que participam do ISE					Empresas que não participam do ISE					Sig.
	N	Média	Mediana	DP	CV	N	Média	Mediana	DP	CV	
ESG	317	66,045	67,915	20,173	0,217	559	44,893	44,490	14,275	0,449	***

Nota. N = Número de observações; DP = Desvio padrão; CV = Coeficiente de variação; *** $p < 0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

4.2 Análise multivariada

Procedeu-se a uma análise de correlação previamente à estimação dos modelos. A Tabela 6 exibe a matriz de correlação de Pearson (ρ) entre as variáveis da pesquisa. Destaque-se a relação positiva entre ASG e o desempenho medido pelo ROE. As variáveis de desempenho financeiro (ROA e ROE) e de mercado (MTB e TOBINSQ), utilizadas como variáveis

dependentes na pesquisa, apresentam uma alta correlação. Essa constatação é esperada indicando que, de fato, desempenho financeiro e de mercado estão correlacionados como esperado teoricamente. Observa-se, ainda, uma associação negativa entre o tamanho da empresa (TAM) e desempenho. Por outro lado, o tamanho da empresa apresenta uma associação positiva com o ESG, sugerindo, como esperado, que empresas maiores têm mais potencial para empreender ações ASG. Como esperado, o nível de investimento (INV) está associado positivamente com desempenho de mercado da empresa. Por fim, merece menção o fato do endividamento, como esperado, ter uma associação negativa com o desempenho da empresa.

Tabela 6
Correlação entre as variáveis do estudo

	ROA	ROE	MTB	TOBINSQ	ESG	TAM	INV	END
ROA	1,000							
ROE	0,831***	1,000						
MTB	0,502***	0,356***	1,000					
TOBINSQ	0,477***	0,345***	0,992***	1,000				
ESG	0,013	0,092***	-0,086**	-0,084**	1,000			
TAM	-0,119***	0,029	-0,380***	-0,393***	0,427***	1,000		
INV	0,042	0,049	0,090***	0,090***	-0,002	0,012	1,000	
END	-0,306***	-0,180***	-0,208***	-0,099***	-0,025	-0,162***	0,006	1,000

Nota. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Para se investigar adequadamente a relação entre o engajamento em práticas ASG e o desempenho financeiro e o valor de mercado das empresas brasileiras, foram realizadas estimações dos modelos econométricos (Equações 1 e 2) pelo Método de Mínimos Quadrados Generalizados (FGLS - *Feasible Generalized Least Squares*) para dados em painel. A Tabela 7 apresenta as estimações dos modelos para a amostra completa (876 observações), usando como variáveis dependentes as *proxies* para o desempenho financeiro, ROA e ROE, e para o valor de mercado, *Market-to-Book* e Q de Tobin. Não foram identificados problemas de multicolinearidade, uma vez que os fatores de inflação da variância (VIF), das estimações, foram todos abaixo do valor limite de 10 (Hair et al., 2006).

Tabela 7
Resultados das estimações para a amostra completa

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE	(5) MTB	(6) MTB	(7) TOBINSQ	(8) TOBINSQ
ESG	0,000* (0,000)		0,001** (0,000)		0,008*** (0,002)		0,008*** (0,002)	
ISE		0,014* (0,008)		0,037*** (0,014)		0,399*** (0,088)		0,367*** (0,085)
TAM	-0,016*** (0,003)	-0,016*** (0,003)	-0,011** (0,005)	-0,01** (0,005)	-0,380*** (0,033)	-0,370*** (0,031)	-0,366*** (0,032)	-0,354*** (0,030)
INV	0,015 (0,010)	0,015 (0,010)	0,032* (0,017)	0,032* (0,017)	0,165 (0,106)	0,165 (0,106)	0,163 (0,102)	0,163 (0,102)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Intercepto	0,391*** (0,058)	0,386*** (0,058)	0,350*** (0,102)	0,343*** (0,102)	7,885*** (0,651)	7,825*** (0,646)	7,745*** (0,626)	7,675*** (0,622)
Observações	876	876	876	876	876	876	876	876
Nº de grupos	93	93	93	93	93	93	93	93
Wald (χ^2)	112,411	111,636	101,325	102,36	397,342	405,095	404,957	409,846
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota. Os erros padrões estão entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Verifica-se que o desempenho ASG, mensurado pelo *ESG Score*, apresenta relação positiva tanto com o desempenho financeiro (ROA e ROE), quanto com o desempenho de mercado (*Market-to-Book* e Q de Tobin). A presença da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial, outra *proxy* para ASG, também influencia positivamente o desempenho financeiro e o valor de mercado da empresa brasileira (Tabela 7). Esses resultados reforçam os argumentos de que a adoção de práticas ambientais, sociais e de governança pode contribuir para a melhoria de imagem e reputação da empresa, resultando em uma apreciação positiva por parte dos investidores e demais *stakeholders*, sendo um sinal no sentido de que parece haver, de fato, um ciclo virtuoso entre preocupação com ações ASG e desempenho da empresa no Brasil em momentos recentes. Em período anterior (2001-2006), observou-se no Brasil um efeito contrário (Crisóstomo, Freire, & Vasconcellos, 2011). Esta mudança poder ser sinal de um avanço, ou amadurecimento, no relacionamento da empresa brasileira com seus *stakeholders*, também merecendo menção o fato do trabalho anterior ter levado em conta somente questões sociais e ambientais.

Aspectos relacionados à reputação e segurança das organizações não são abordados nos relatórios financeiros convencionais (Alareeni & Hamdan, 2020; Bassen & Kovács, 2008). Assim, ressalta-se a relevância do desempenho ASG tanto para a gestão interna quanto para a visão dos *stakeholders* externos, podendo gerar efeitos positivos no desempenho financeiro. Os achados estão alinhados com o estudo de Alareeni e Hamdan (2020), que se concentra em empresas americanas, e Chen et al. (2023), que aborda uma amostra global.

Os resultados, ainda, sugerem que o valor de mercado das empresas é sensível a sua posição ASG (Khan, 2022). A preservação do meio ambiente, o engajamento social e a adoção de práticas sustentáveis de governança corporativa são ferramentas importantes que podem conferir uma vantagem competitiva, resultando na melhoria do desempenho de mercado da empresa (Dkhili, 2023). Os achados estão no mesmo sentido da pesquisa de Dkhili (2023), que se concentra em países europeus, e de Mardili (2022), que trabalha com uma amostra internacional abrangente.

Ainda, para análises mais robustas quanto à investigação da relação entre o engajamento das práticas ASG e o desempenho das empresas brasileiras, foram estimados modelos econométricos com a inserção da variável endividamento (END) (Tabela 8). Esses modelos foram aplicados apenas a uma amostra constituída por empresas não financeiras, considerando a não pertinência da variável endividamento para empresas do setor financeiro. O endividamento é uma *proxy* para risco da empresa ao representar compromissos das empresas com serviço da dívida. A tendência é que empresas mais endividadas tenham seu fluxo de caixa comprometido com a dívida com reflexos negativos em seu desempenho.

Os modelos foram estimados, também, pelo método dos *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS). Não foram detectados problemas de multicolinearidade, visto que os VIFs das estimações foram abaixo de 10 (Hair et al., 2006). Os resultados confirmam de maneira consistente o impacto positivo do desempenho ASG sobre o desempenho da empresa brasileira, embora sem a presença de significância estatística apenas no relacionamento entre a variável ISE e ROA (Tabela 8).

Tabela 8*Resultados das estimações para empresas não financeiras*

	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROE	(4) ROE	(5) MTB	(6) MTB	(7) TOBINSQ	(8) TOBINSQ
ESG	0,000** (0,000)		0,001*** (00,000)		0,008*** (0,002)		0,008*** (0,002)	
ISE		0,008 (0,008)		0,030** (0,015)		0,351*** (0,088)		0,344*** (0,087)
TAM	-0,011*** (0,003)	-0,009*** (0,003)	-0,017*** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,324*** (0,038)	-0,297*** (0,036)	-0,310*** (0,037)	-0,283*** (0,035)
INV	0,018* (0,010)	0,018* (0,010)	0,039** (0,018)	0,039** (0,018)	0,228** (0,108)	0,228** (0,107)	0,218** (0,107)	0,219** (0,106)
END	-0,199*** (0,022)	-0,198*** (0,022)	-0,143*** (0,041)	-0,140*** (0,041)	-2,181*** (0,238)	-2,138*** (0,238)	-1,249*** (0,236)	-1,206*** (0,236)
SETOR	Sim							
ANO	Sim							
Intercepto	0,336*** (0,068)	0,324*** (0,068)	0,450*** (0,127)	0,414*** (0,128)	7,57*** (0,747)	7,261*** (0,744)	7,221*** (0,740)	6,916*** (0,737)
Observações	740	740	740	740	740	740	740	740
Nº de grupos	79	79	79	79	79	79	79	79
Wald (χ^2)	197,455	193,833	115,252	110,745	463,501	467,465	377,507	380,601
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota. Os erros padrões estão entre parênteses. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Este conjunto de resultados sinaliza que, de fato, como sugerido anteriormente, a preocupação da empresa brasileira com as práticas ASG é capaz de contribuir para sua criação de valor como sugerido pela Teoria *Stakeholder*. Dessa forma, empresas que estão mais preocupadas com seu grau de atenção às questões ambientais, sociais e de governança tendem a ter um melhor desempenho financeiro, confirmando a Hipótese 1. Destaca-se que os resultados, no que tange a presença no ISE (Tabelas 7 e 8), corroboram com os achados de Monteiro et al. (2020), que indicam que empresas que compõem a carteira do ISE tendem a apresentar um desempenho corporativo mais elevado, se comparado aos das demais empresas.

O desempenho ASG pode auxiliar os investidores sustentáveis de longo prazo a terem maior conhecimento sobre as estratégias não financeiras adotadas pelas empresas (Friede et al., 2015). Isso faz com que os gestores visualizem de forma mais abrangente o risco e o retorno com base nos índices ambientais, sociais e de governança, impactando, conseqüentemente, o desempenho financeiro e de mercado das empresas (Chen & Xie, 2022).

Ainda, os resultados indicam que as práticas ambientais, sociais e de governança afetam positivamente o valor de mercado das empresas. Pode-se constatar que nas análises individualizadas realizadas, empresas que estão no ISE, tendem a apresentar um maior valor de mercado, e empresas que têm elevado nível de pontuação nas análises ASG das empresas de *rating* apresentam nível de desempenho de mercado superior aos das demais empresas que contam com mais baixos níveis de incorporação de práticas ambientais, sociais e de governança, confirmando a Hipótese 2. Os resultados da pesquisa estão alinhados, também, com o estudo de Bruna et al. (2022), que concluíram que o desempenho de ASG influencia positivamente o desempenho da empresa.

Diante dos resultados obtidos, a pesquisa apresenta evidências de que há relação positiva entre o engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança e o valor de mercado das empresas brasileiras. Os achados do estudo mostram que, de fato, as práticas ASG podem impactar positivamente o desempenho financeiro e de mercado das organizações. Esses resultados são robustos ao uso de duas *proxies* para o grau de preocupação com ASG (ASG Score da *Refinitiv* e presença no ISE) e de quatro *proxies* para o desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin e MTB).

Estes achados sinalizam que os investidores, de fato, parecem valorizar positivamente as práticas de ASG empreendidas pelas empresas no mercado brasileiro que é um importante representante do grupo de países emergentes onde já há resultados neste sentido (Yoon et al., 2018). A possível maior transparência ocasionada pela aplicação dos atributos ASG nos negócios parece ser levada em consideração pelos detentores de capital no processo de decisão sobre aplicação em empresas (Chen & Xie, 2022). A perspectiva da transparência corporativa, que está diretamente relacionada com as questões de governança, pode estimular os investidores, tendo em vista que esse fator é um dos principais meios de redução da assimetria informacional.

Empresas que têm suas práticas voltadas aos aspectos ASG, tendem a reduzir seus riscos, uma vez que têm uma maior preocupação com o relacionamento com seus diversos *stakeholders* e com o meio ambiente, reduzindo a possibilidade de comportamento oportunista da empresa e, assim, transmitindo para os investidores a ideia de que a empresa tem uma conduta ética ao estabelecer sua conduta e políticas estratégicas (Scalet & Kelly, 2010; Yu & Zhao, 2015). Esta sinalização de um comportamento ético parece ser, de fato, bem-sucedida no mercado brasileiro de acordo com os achados desta pesquisa que está em sintonia com aqueles de outros mercados (Chen & Xie, 2022; Li et al., 2018; Yoon et al., 2018; Zhao et al., 2018) e, vale mencionar, no sentido das proposições da Teoria *Stakeholder*.

Especificamente, com relação ao Brasil, este resultado, como supramencionado, vai no sentido contrário a trabalho prévio, feito em período anterior, levando em conta somente ações sociais e ambientais da empresa. Este novo resultado é alvissareiro no sentido de sugerir ter havido um certo aprimoramento no empreendimento de ações ASG da empresa no Brasil e, assim, uma melhoria no relacionamento da empresa com seus *stakeholders*.

5 Conclusão

O trabalho teve como objetivo investigar a relação entre o engajamento em práticas ASG e o desempenho das empresas brasileiras, considerando a proposta da Teoria *Stakeholder* de que a atenção dada a ações ASG pela empresa é capaz de criar valor para a mesma. A pesquisa encontrou resultados indicando que as empresas que mais adotam práticas ASG podem ter seu desempenho financeiro e o valor de mercado positivamente influenciado, o que estaria em consonância com a proposição do ciclo virtuoso em ações ASG e desempenho da empresa preconizado pelo enfoque *Stakeholder*.

Apoiando-se no enfoque *Stakeholder*, a pesquisa confirma a importância da adesão e aplicação de práticas e políticas voltadas aos aspectos ASG nas empresas. O engajamento em práticas ambientais, sociais e de governança parece ser um fator capaz de gerar vantagens competitivas para as empresas, o que pode fazer com que a empresa seja mais bem apreciada pelos investidores, promovendo a melhora do desempenho financeiro e da criação de valor a longo prazo.

A pesquisa contribui com a Teoria dos *Stakeholders* ao confirmar que as partes interessadas podem afetar os negócios empresariais. O estudo confirma, em um importante mercado emergente, a relevância do estabelecimento de práticas ASG no alinhamento aos interesses dos diferentes grupos de *stakeholders*, tendo em vista a crescente pressão para que as empresas se envolvam em iniciativas relacionadas às práticas ambientais, sociais e de governança.

Essa pesquisa contribui com, também, a análise do desempenho ASG no desempenho financeiro e de mercado no mercado brasileiro, considerando o retorno positivo que o ASG pode auferir aos resultados corporativos, ampliando a vantagem competitiva e motivando os *stakeholders* a adquirir participação e investir na empresa. Além disso, o estudo contribui para gestores internos, incentivando-os a aprimorar os padrões ASG das empresas, na perspectiva de se estabelecer uma reputação sólida e, conseqüentemente, resultados econômicos estáveis.

Investidores, por sua vez, podem ter aqui uma informação importante para acrescentar em seu processo decisório de composição de carteiras de investimento. Agentes reguladores, por seu lado, também podem ter nestes resultados um incentivo para tentar criar instrumentos de fomento a ações empresariais de ASG tendo em vista seu benefício para as empresas que, por consequência, será benéfico para a economia do país e para o melhor relacionamento de empresa com *stakeholders* e o meio ambiente.

A pesquisa apresenta limitações que devem ser reconhecidas. Destaca-se que foi utilizada como amostra, somente empresas brasileiras listadas na bolsa de valores e que foram avaliadas pelo *Refinitiv* (LSEG Eikon). Apesar disto, destaque-se a importância desta base de dados, uma vez que é uma das cinco maiores do mundo, que trabalha os diferentes aspectos de ASG. Ademais, deve-se destacar que a amostra da pesquisa engloba um mercado emergente que ainda tem poucas fontes de pesquisa e que carece de outras investigações. Dessa forma, o estudo contribui para a divulgação do tema em um mercado em desenvolvimento.

Para estudos futuros, pode-se considerar a elaboração de um índice de ASG, uma vez que a utilização de índices de agências de *rating* pode limitar aspectos do estudo. Além disso, sugere-se ampliar a amostra, com empresas de diferentes mercados e segmentos, o que possibilitará uma visão mais ampla dos efeitos estudados.

Referências

- Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age. *Environment, Developmet and Sustainability*, 24, 5052–5079. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01649-w>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *The Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463.
- Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101277>
- Barka, Z., Hamza, T., & Mrad, S. (2023). Corporate ESG scores and equity market misvaluation: Toward ethical investor behavior. *Economic Modelling*, 127, 106467. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106467>
- Bassen, A., & Kovács, A. M. (2008). Environmental, social and governance key performance indicators from a capital market perspective. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 9(2), 182-193.
- Brasil, Bolsa, Balcão. (2023). *Guia ESG*. B3. https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/guia-esg.htm
- Brogi, M., & Lagasio, V. (2019) Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different? *Corporate Social Responsibility and Enviromental Management*, 26(3), 576-587. <https://doi-org.ponton.uva.es/10.1002/csr.1704>
- Bruna, M. G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B., & Rupo, D. (2022). Investigating the

- marginal impact of ESG results on corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 47(A), 102828. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102828>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Carvalho, A., & Nakahodo, S. (2023). *Empresas com boas práticas ASG tiveram maiores retornos durante a pandemia de covid-19 no Brasil*. Valor Econômico. <https://valor.globo.com/empresas/esg/artigo/empresas-com-boas-praticas-asg-tiveram-maiores-retornos-durante-a-pandemia-de-covid-19-no-brasil.ghtml>
- Carvalho, S. S. de. (2017). Uma visão geral sobre a reforma trabalhista. *Boletim Mercado de Trabalho - Conjuntura e Análise*, 63, 81–94. <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8130>
- CFA Institute. (2018). *Integração ASG no Brasil: mercados, práticas e dados*. www.cfainstitute.org.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. *Sustainability*, 11(2), 343. <https://doi.org/10.3390/su11020343>
- Christ, L. F. (2021). *Eventos ESG negativos: a influência no portfólio do investidor* [Fundação Getúlio Vargas]. [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/31155/Dissertação - Luiz Filipe Christ.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/31155/Dissertação%20-%20Luiz%20Filipe%20Christ.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Cleary, S. (1999). The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673-692. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00121>
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56. <https://doi.org/10.2307/255956>
- Colauto, R. D., Nogueira, I. V., & Lamounier, W. M. (2010). Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE. Enfoque: *Reflexão Contábil*, 28(3), 9–23. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v28i3.9516>
- Crisóstomo, V. L., Carneiro, C. M. B., & Gomes, L. A. S. (2018). Analysis of the evolution of the adherence of firms to the corporate sustainability index (ISE). *Revista de Administração Da UFMS*, 11(Edição Especial), 772–794. <https://doi.org/10.5902/19834659>
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S., & Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309. <https://doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Crisóstomo, V. L., López-Iturriaga, F. J., & González, E. V. (2014). Financial Constraints for Investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73-92. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2012-0121>
- Crisóstomo, V. L., & Oliveira, M. R. (2016). Uma Análise dos Determinantes da Responsabilidade Social das Empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 13(4), 75-97. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.4.4>
- Darrat, A. F., Elkhail, K., & Mccallum, B. (2006). Finance and macroeconomic performance: some evidence for emerging markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(3), p. 5-28.

- Dhar, B. K., Harymawan, I., & Sarkar, S. M. (2022). Impact of corporate social responsibility on financial expert CEOs' turnover in heavily polluting companies in Bangladesh. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 701–711. <https://doi.org/10.1002/csr.2230>
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Duda, E. N., Silva, D. J. C., Lagioia, U. C. T., & Santos, M. A. (2022). Cultura sustentável rima com bom desempenho? Um estudo das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 16(2), 1-18. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v16n2-013>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- El Khoury, R., Naimy, V., & Iskandar, S. (2021). ESG Versus Corporate Financial Performance: Evidence from East Asian Firms in the Industrials Sector. *Estudios de Economía Aplicada*, 39(3), 1-24. <http://dx.doi.org/10.25115/eea.v39i3.4457>
- Ellili, N. O. D. (2023). Impact of corporate governance on environmental, social and governance disclosure: Any difference between financial and non-financial companies? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(2), 858-873. <https://doi.org/10.1002/csr.2393>
- Ersnt & Young. (2022). *Para 78% dos investidores, investimento em ESG deve ser feito, mesmo com redução de lucro a curto prazo, aponta pesquisa da EY*. https://www.ey.com/pt_br/news/2022-press-releases/12/investimento-em-esg-deve-ser-feito-mesmo-com-reducao-de-lucro-a-curto-prazo
- Esteves, R. (2022). *O potencial verde brasileiro*. Exame. <https://exame.com/colunistas/regina-esteves/o-potencial-verde-brasileiro/>
- Fafaliou, I., Giaka, M., Konstantios, D., & Polemis, M. (2022). Firms' ESG reputational risk and market longevity: a firm-level analysis for the United States. *Journal of Business Research*, 149(May), 161–177. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.05.010>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fernandes, J. L. B., & Linhares, H. da C. (2017). Análise do desempenho financeiro de investimentos ESG nos países emergentes e desenvolvidos. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3091209>
- Ferreira, J. C., Santos, T. C. B., Fiirst, C., & Bertolini, G. R. F. (2023). Análise do desempenho econômico-financeiro das empresas participantes e não participantes da carteira ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Revista De Contabilidade Do Mestrado Em Ciências Contábeis Da UERJ*, 26(1), 78–96. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v26i1.49762>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholders theory: some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-422. <http://dx.doi.org/https://doi.org/10.2307/3857340>
- Freeman, R. E. (1998). A stakeholders theory of the modern corporation. In L. P. Hartman (Ed.), *Perspectives in business ethics* (pp. 38-48). New York: McGraw-Hill International Editions.
- Freitas, M. R. O., & Crisóstomo, V. L. (2021). Análise da Convergência de Avaliação de

- Índices de Responsabilidade Social Corporativa no Contexto da Empresa Brasileira. *Estudios Gerenciales*, 37(160), 349–363. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2021.160.3955>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Fundo Monetário Internacional. (2023). *At a Glance*. IMF. <https://www.imf.org/en/Countries/BRA#>
- Gabbi, G., Jaiswal-Dale, A., & Consolandi, C. (2009). US financial institutions: Reputational risk and senior management sell decisions. *Proceeding of the European Financial Management Symposium: Risk Management in Financial Institutions Conference*, Nantes.
- Gao, J., Hartmann, F. G. H., Zhang, M., & Chen, Y. (2023). The impact of CSR performance and CSR disclosure readability on investors' earnings estimates. *Accounting and Finance*, 63(S1), 1157–1186. <https://doi.org/10.1111/acfi.12938>
- Garcia, A. S., Mendes-da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2020). Global Sustainable Investment Review 2020. In *Global Sustainable Investment Review*. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf#:~:text=This 2020 Global Sustainable Investment Review %28GSIR%29 is,on data as at the beginning of 20203.?msclkid=7f3e9930c24511ec94e412ed13d80152>
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30, 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Gomes, F. P., & Tortato, U. (2011). Adoção de práticas de sustentabilidade como vantagem competitiva: evidências empíricas. *Revista Pensamento Contemporâneo Em Administração*, 5(2), 33. <https://doi.org/10.12712/rpca.v5i2.28>
- Guimarães, E. F., Rover, S., & Ferreira, D. D. M. (2018). A participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE): Uma comparação do desempenho financeiro de bancos participantes e não participantes da carteira. *Enfoque: Revista Contábil*, 37(1), 147-164. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i1.34859>
- Hair, J., Black, W., Babin, B., Anderson, R. an& Tatham, R. (2006). *Multivariate Data Analysis* (6th ed.). Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River.
- ISEB3. (2024). *O que é o ISE B3?* Índice de Sustentabilidade Empresarial. <https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>
- Jamali, D., & Karam, C. (2016). Corporate social responsibility in developing countries as an emerging field of study. *International Journal of Management Reviews*, 20(1), 32–61. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12112>
- Khanchel, I., Lassoued, N., & Baccar, I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. *Management Decision*, 61(9), 2720-2739. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2021-1252>
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and Firm performance: a bibliometric and meta analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 101668. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
- Kim, E. H., & Lyon, T. P. (2015). Greenwash vs. Brownwash: exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure. *Organization Science*, 26(3), 705–723. <https://doi.org/10.1287/orsc.2014.0949>
- King, M., & Atkins, J. (2016). *The chief value officer: accountants can save the planet* (1st ed.). Routledge.
- Lee, J. H., Kang, Y. S., & Kim, S. S. (2018). Corporate Social Responsibility and Financial

- Performance in Korea Retail Firms. *Journal of Distribution Science*, 16(5), 31-43. <http://dx.doi.org/10.15722/jds.16.5.201805.31>
- Lee, M. T., & Suh, I. (2022). Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: arguments for a process and integrated modelling approach. *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, 1(1), 100004. <https://doi.org/10.1016/j.stae.2022.100004>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power. *British Accounting Review*, 50(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- LSEG Data & Analytics. (2024). *LSEG ESG Scores*. Refinitiv. <https://www.lseg.com/em/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>
- Malik, M. (2015). Value-Enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419–438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves rethinking companies: social initiatives. *Administrative Science Quarterly*, 48, 268–305.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. V. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: the brazilian case. *Sustainability (Switzerland)*, 10(3), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Monteiro, A. A. F., Santos, T. R., & Santos, G. C. (2020). Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e Desempenho Econômico-Financeiro nas empresas da B3. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 8(38), 65-78.
- Moskovics, P., Wanke, P., Tan, Y., & Gerged, A. M. (2024). Market structure, ESG performance, and corporate efficiency: Insights from Brazilian publicly traded companies. *Business Strategy and the environment*, 33(2), 241-262. <https://doi.org/10.1002/bse.3492>
- Narula, R., Rao, P., Kumar, S., & Matta, R. (2024). ESG scores and firm performance- evidence from emerging market. *International Review of Economics and Finance*, 89(PA), 1170–1184. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.024>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- Pinheiro, A. B., Santos, J. I. A. S., Cherobim, A. P. M. S., & Segatto, A. P. (2024). What drives environmental, social and governance (ESG) performance? The role of institutional quality. *Management of Environmental Quality*, 35(2), 427-444. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2023-0091>
- Pozzoli, M., Pagani, A., & Paolone, F. (2022). The impact of audit committee characteristics on ESG performance in the European Union member states: Empirical evidence before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Cleaner Production*, 371, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.133411>
- Scalet, S., & Kelly, T. F. (2010). CSR rating agencies: what is their global impact? *Journal of Business Ethics*, 94(1), 69–88. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0250-6>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>
- Silva, A. C. & Carvalho, F. M. (2024). Relação entre práticas ESG e desempenho empresarial: uma revisão sistemática da literatura. *Revista de Gestão e Secretariado*, 15(1), 1425-1456. <https://doi.org/10.7769/gesec.v15i1.3430>
- Statman, M. (2006). Socially Responsible Indexes. *Journal of Portfolio Management*, 32(3), 100-109. <https://doi.org/10.3905/jpm.2006.628411>

- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Viana Junior, D. B. C., & Crisóstomo, V. L. (2017). Nível de Disclosure Socioambiental: Uma Análise Comparativa entre Empresas Brasileiras de Acordo com o Potencial de Agressão ao Meio Ambiente. *Revista de Administração da UFSM*, 10(Ed. Especial), 79-99. <http://dx.doi.org/http://dx.doi.org/10.5902/1983465925301>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607–1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.
- Yin, X. N., Lia, J. P., & Su, C. W. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon*, 9(5), e16320. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16320>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 10(10), 3635. <https://doi.org/10.3390/su10103635>
- Yu, M., & Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: an international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289–307. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2014-0050>
- Yu, X., Xiao, K., & Xu, T. (2023). Does ESG profile depicted in CSR reports affect stock returns? Evidence from China. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 627(18), 129118. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2023.129118>
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability (Switzerland)*, 10(8), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su10082607>
- Zicari, A. (2017). Sustainability indices in latin america: can financial markets push for CSR? *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, 11, 3–20. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/S2043-052320170000011001>