

# MAIS ESG, MAIS RETORNO? O PAPEL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.

## 1. INTRODUÇÃO

O ESG busca promover sustentabilidade, boa governança, responsabilidade social, redução da assimetria de informações e do custo de capital, além de mitigar problemas de agência (Jensen; Meckling, 1976). No entanto, estudos sobre a relação entre ESG e desempenho financeiro mostram resultados divergentes (Moskovics et al., 2023).

A literatura enfatiza a importância de variáveis moderadoras, como a estrutura do Conselho de Administração (CA), para entender melhor essa relação (Cardillo & Basso, 2025). O CA influencia a alocação de recursos, equilibrando interesses de acionistas e stakeholders, impactando o desempenho organizacional (Jensen, Meckling, 1976; Lee, Wen, Thi-Thanh-Nguyen, 2024).

Estudos indicam que a composição e diversidade do CA afetam tanto a adoção de práticas ESG (Menicucci & Paolucci, 2022) quanto os resultados financeiros; conselhos mais numerosos ou diversos tendem a favorecer maior lucratividade e estratégias ESG eficazes, embora a diversidade isolada possa apresentar efeitos negativos sobre ESG (Dong, Liang, Wanyin, 2023; Lee, Wen, Thi-Thanh-Nguyen, 2024).

Diante disso, o presente artigo propõe investigar essa temática mais detalhadamente, segundo o questionamento: os atributos do conselho de administração das empresas brasileiras listadas são relevantes na relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro? Assim, o objetivo deste estudo é investigar se os atributos do Conselho de Administração moderam os impactos financeiros das práticas de ESG desempenhadas por uma empresa brasileira listada no período de 2013 a 2023.

Os principais resultados encontrados apontam para um impacto positivo das atividades ambientais, sociais e de governança nos resultados financeiros das empresas brasileiras no período analisado. No contexto investigado, pode-se constatar que o tamanho do conselho de administração foi capaz de moderar a relação analisada, enquanto a dualidade do CEO e sua diversidade não se mostraram relevantes. Esses resultados são relevantes para os gestores, ao incentivarem a adoção de práticas de ESG. Além disso, eles podem ser compreendidos em função de aspectos culturais brasileiros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Environmental, social and governance (ESG) e o desempenho financeiro

As empresas buscam maximizar benefícios econômicos e a riqueza dos acionistas, seguindo a perspectiva neoclássica de Friedman (1970), que sugere que práticas ESG não seriam justificáveis por não apresentarem benefícios financeiros claros e por poderem aumentar conflitos de agência. No entanto, o crescente interesse por desenvolvimento sustentável tem direcionado atenção ao desempenho ESG (Peng; Chen, 2024), com investidores considerando essas práticas na alocação de recursos (Chagas et al., 2023).

A literatura apresenta resultados mistos: Gabr e ElBannan (2025) não encontraram relação significativa entre ESG e desempenho financeiro em 25 mercados emergentes, embora notem maior resiliência durante a pandemia. Por outro lado, Khan et al. (2024) indicam que obrigações ambientais ou sociais substanciais podem prejudicar a competitividade. Estudos no Brasil, como o de Possebon et al. (2024), mostram que práticas ESG reduzem o custo de capital e aumentam o retorno sobre ativos, com lucratividade e alavancagem influenciando essa relação. Zhang (2025) acrescenta que restrições financeiras moderam positivamente a relação ESG-desempenho, especialmente em empresas mais poluentes. Nesse sentido, é proposta a seguinte hipótese:

**H1:** Existe uma relação positiva entre o desempenho de práticas de ESG e a performance financeira das empresas brasileiras listadas.

## **2.2. Conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas**

A presença feminina no Conselho de Administração (CA) tem recebido crescente atenção na literatura, sendo considerada um fator que amplia a diversidade de ideias e experiências, contribuindo para melhor desempenho e competitividade das empresas (Mansour et al., 2024). A dualidade do CEO, quando o mesmo indivíduo ocupa os cargos de presidente da empresa e do conselho, pode limitar a independência do CA e afetar negativamente os resultados financeiros, especialmente em empresas com práticas de Responsabilidade Social Corporativa (Rossi et al., 2021; Ali et al., 2022).

Estudos internacionais indicam que conselhos dominados por homens ainda são predominantes, mas maior diversidade de gênero e tamanho do conselho estão associados a melhor desempenho financeiro (Kaluarachchi, 2025). Além disso, o tamanho do conselho pode moderar positivamente a relação entre capital humano e retorno sobre patrimônio líquido, conforme observado em bancos paquistaneses (Shah et al., 2024). A independência do conselho e a alavancagem das empresas, entretanto, podem impactar negativamente os resultados financeiros. Nesse sentido, são propostas as seguintes hipóteses:

**H2:** A presença feminina no Conselho de Administração influencia o desempenho financeiro da empresa

**H3:** A dualidade do CEO influencia o desempenho financeiro da empresa

**H4:** O tamanho Conselho de Administração influencia o desempenho financeiro da empresa

## **2.3 ESG, desempenho financeiro e o conselho de administração**

Para lidar com resultados divergentes na literatura, estudos têm explorado o papel de variáveis moderadoras relacionadas ao conselho de administração (Cohen et al., 2023; Cardillo e Basso, 2025). Rossi et al. (2021) evidenciaram que tamanho e independência do conselho moderam positivamente a relação entre RSC e desempenho financeiro, enquanto Sun et al. (2022) mostraram que a dualidade do CEO influencia a integração das práticas de RSC. Rath, Tripathy e Mangla (2024) observaram que a pontuação ESG afeta a remuneração do CEO, sendo essa relação negativamente moderada pela dualidade.

Cheng e Manansala (2025) indicaram que o ESG melhora o valor da empresa independentemente da dualidade do CEO. Dong, Liang e Wanyin (2023) apontaram que a diversidade do conselho impacta positivamente o desempenho financeiro, mas não afeta as práticas ESG. Wu et al. (2024) identificaram que a diversidade de gênero no conselho pode moderar negativamente a relação ESG-desempenho, especialmente em conselhos maiores com mandatos curtos. Saha e Khan (2024) destacaram que o tamanho do conselho é o principal moderador nessa relação, com conselhos maiores associados a maior lucratividade. Diante do exposto, são elaboradas as seguintes hipóteses:

**H5:** a dualidade do CEO modera a relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro das empresas.

**H6:** a diversidade de gênero do conselho modera a relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro das empresas.

**H7:** o tamanho do conselho modera a relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro das empresas.

## **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

### **3.1 Caracterização da pesquisa, população e amostra.**

A população é constituída por todas as empresas listadas na B3. Já a amostra é composta pelas empresas da B3, excluídas as financeiras e com patrimônio líquido negativo, que possuam dados de ESG disponíveis na plataforma Refinitiv, dados contábeis presentes na base Economatica e relatório de referência disponível na base da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no período de 2013 a 2023. Dessa forma, foi composta por 100 empresas

diferentes e apresentou 668 observações, distribuídas anualmente conforme a Tabela 1 abaixo.

Tabela 1 - Distribuição da amostra por ano

Ano	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nº empresas	44	46	48	47	50	51	61	73	76	86	86

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2025)

### 3.2 Operacionalização das variáveis:

O estudo utilizou regressões lineares para investigar se os atributos do conselho de administração moderam a relação entre ESG e desempenho. O desempenho foi medido pelo Retorno sobre Ativos (ROA), definido como a razão entre lucro líquido e ativo total (Chagas et al., 2023), enquanto a sustentabilidade foi avaliada pelo índice ESG da Refinitiv, que varia de 0 a 100 (Refinitiv, 2022). As variáveis estão no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis dos Modelos

Variável	Sigla	Operacionalização	Referência
Retorno sobre o Ativo	ROA	Lucro líquido/Ativo total	Chagas et al. (2023); Gabr e ElBannan (2025); Zahng (2025).
ESG	ESG	Índice ESG presente na plataforma Refinitiv	Chagas et al. (2023); Gabr e ElBannan (2025)
Presença Feminina	FEM	Dummy em que “1” indica sim e “0” não para a presença de mulheres no conselho	Kaluarachchi (2025); Rossi et al. (2021)
Número de mulheres no conselho	NM	Nº total de mulheres presentes no conselho	Kaluarachchi (2025)
Dualidade do CEO	DCEO	Dummy em que “1” indica sim e “0” não para o presidente da empresa (CEO) ser presidente do Conselho de Administração	Rossi et al. (2021); Cheng, Manansala (2025)
Tamanho do Conselho	TAMCA	Nº total de membros no conselho	Rossi et al. (2021); Silva; Margem (2015)
Tamanho da Empresa	TAM	Ln (Ativo total)	Chagas et al. (2023); Rossi et al. (2021)
Alavancagem	ALAV	Passivo oneroso/Ativo total	Chagas et al. (2023); Possebon et al., (2024)
Liquidez	LIQ	Ativo circulante/Passivo circulante	Possebon et al., (2024); Rossi et al. (2021),

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

### 3.3 Modelos empíricos

A fim de verificar se os atributos do conselho moderam a relação entre ESG e desempenho nas empresas listadas na B3, os seguintes modelos foram utilizados:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ALAV_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \varepsilon$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 TAMCA_{i,t} + \beta_3 (ESG_{i,t} * TAMCA_{i,t}) + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 DCEO_{i,t} + \beta_3 (ESG_{i,t} * DCEO_{i,t}) + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 NM_{i,t} + \beta_3 (ESG_{i,t} * NM_{i,t}) + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 FEM_{i,t} + \beta_3 (ESG_{i,t} * FEM_{i,t}) + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon$$

Em que:

ROA<sub>i,t</sub>: Retorno sobre o ativo da empresa i, no período t;

ESG<sub>i,t</sub>: Score ESG da Refinitiv da empresa i, no período t;

ALAV<sub>i,t</sub>: Alavancagem da empresa i, no período t;

LIQ<sub>i,t</sub>: Liquidez da empresa i, no período t;

TAM<sub>i,t</sub>: Tamanho da empresa da empresa i, no período t;

TAMCA<sub>i,t</sub>: Tamanho do conselho de administração da empresa i, no período t;  
DCEO<sub>i,t</sub>: Dummy de dualidade do CEO na empresa i, no período t;  
NM<sub>i,t</sub>: N° de mulheres no conselho da empresa i, no período t;  
FEM<sub>i,t</sub>: Dummy de presença feminina no conselho da empresa i, no período t;  
 $\varepsilon_{i,t}$ : Termo de erro, da empresa i, no período t;  
 $\beta_n$ : parâmetros da regressão, com n = 0, 1, 2, 3, ... 8

O estudo utilizou regressões por Mínimos Quadrados Ponderados (MQP) com dados em painel para lidar com heterocedasticidade e fornecer estimativas mais robustas (Wooldridge, 2010). O MQP foi escolhido em vez de modelos de efeitos fixos porque algumas variáveis explicativas, como dummies de atributos do conselho, não variam ao longo do tempo, sendo eliminadas em modelos fixos. Essa abordagem preserva a variabilidade entre empresas e permite incluir todas as variáveis relevantes, corrigindo a heterocedasticidade. Testes VIF e Durbin-Watson não indicaram problemas de multicolinearidade ou autocorrelação. Os dados de ESG foram obtidos na plataforma Refinitiv, enquanto informações contábeis vieram do Economática, e atributos do conselho dos relatórios da CVM. A organização dos dados, estatística descritiva e gráficos foram feitos no Excel, e as regressões foram estimadas usando o software Gretl.

#### 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Tabela 2 - Estatísticas descritivas

Variáveis	Média	Mediana	D.P.	Mínimo	Máximo	Observações
ESG	51,40	53,27	20,35	1,14	92,11	668
ROA	0,05	0,04	0,06	-0,19	0,24	668
ALAV	0,26	0,25	0,15	0,00	0,66	668
LIQ	1,76	1,63	0,76	0,31	5,50	668
TAM	17,00	16,91	1,20	14,20	21,07	668
TAMCA	8,84	9	2,99	3	26	668
NM	1,13	1	1,10	0	5	668
Dummies	Porcentagem de resposta "sim"					Observações
DCEO	97,60%					668
FEM	68,26%					668

Legenda: ESG = Índice ESG da empresa; ROA = Retorno sobre o ativo; ALAV = Alavancagem; LIQ = Liquidez; TAM: Tamanho, medido pelo logaritmo natural do ativo total; TAMCA = Tamanho do conselho; NM = Número de mulheres no conselho; DCEO = Dummy de duplicidade do papel do CEO; FEM = Dummy de presença feminina no conselho.

Fonte: dados da pesquisa (2025).

A variável ESG apresentou média de 51,40 e mediana de 53,27, indicando desempenho ligeiramente acima da média setorial, mas com alta dispersão (desvio-padrão de 20,35), variando de 1,14 a 92,11, mostrando diferentes níveis de maturidade em ESG. O ROA teve média de 0,05 e mediana de 0,04, com valores entre -0,19 e 0,24, refletindo empresas com desempenho financeiro variado.

A alavancagem média foi 0,26, indicando que cerca de 25% dos ativos são financiados por dívida, com mínimo de 0,00 e máximo de 0,66, mostrando diversidade nos perfis de endividamento. A liquidez média foi 1,76, variando de 0,31 a 5,50, evidenciando diferenças na capacidade de pagamento de curto prazo. O tamanho das empresas teve média de 17,00 e mediana de 16,91, indicando presença de empresas de médio e grande porte.

Quanto ao conselho de administração, o tamanho médio foi 8,84 membros, com diversidade de gênero limitada (média de 1,13; mínimo 0 e máximo 5). A dualidade do CEO ocorreu em 97,60% das empresas. A presença feminina no conselho foi observada em 68,26% das empresas, enquanto 31,74% não possuíam mulheres.

Tabela 3 – Resultados das Regressões

ROA como variável dependente, usando 668 observações e 100 unidades de corte transversal com MQP					
Variável	Coeficientes				
Constante	0,07632***	0,0449531	0,08007**	0,07716***	0,09751***
ESG	0,00034***	0,00097***	0,00017	0,00035***	0,00043***
TAMCA	-	0,00558***	-	-	-
DCEO	-	-	-0,00604	-	-
NM	-	-	-	-0,00142	-
FEM	-	-	-	-	-0,00169690
ESG * TAMCA	-	-7,315e-05***	-	-	-
ESG * DCEO	-	-	0,00014	-	-
ESG * NM	-	-	-	5,928e-06	-
ESG * FEM	-	-	-	-	-3,392e-05
ALAV	-0,10659***	-0,09854***	-0,10862***	-0,10710***	-0,10661***
LIQ	0,01008***	0,01087***	0,00949***	0,00986***	0,01099***
TAM	-0,00218	-0,00337**	-0,00182996	-0,00218	-0,00374***
R <sup>2</sup>	0,38656	0,36804	0,39137	0,37057	0,47323
Estat. F	104,4514	64,15941	70,84186	64,85954	98,96965
P-valor (F)	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001

Legenda: ESG = Índice ESG da empresa; ROA = Retorno sobre o ativo; ALAV = Alavancagem; LIQ = Liquidez; TAM: Tamanho, medido pelo logaritmo natural do ativo total; TAMCA = Tamanho do conselho; NM = Número de mulheres no conselho; DCEO = Dummy de duplicidade do papel do CEO; FEM = Dummy de presença feminina no conselho. Significância estatística de 1% para (\*\*\*), 5% para (\*\*) e 10% para (\*).

Fonte: dados da pesquisa (2025).

O estudo testou quatro modelos. No primeiro modelo, a relação direta entre ESG e ROA foi positiva e significativa, confirmando H1, indicando que empresas com melhores práticas ESG tendem a apresentar maior rentabilidade, corroborando Possebon et al. (2024) e divergindo de Saygili, Serafettin e Birkan (2022). No segundo modelo, o tamanho do conselho impactou positivamente o ROA, confirmando H4.

No entanto, a interação ESG\*TAMCA foi negativa e significativa, mostrando que conselhos maiores podem reduzir o efeito positivo do ESG sobre o desempenho, possivelmente devido à burocratização na implementação de estratégias sustentáveis, alinhando-se parcialmente a Shaah et al. (2024) e Kaluarachchi (2025), mas divergindo de Wu et al. (2024).

No terceiro modelo, a dualidade do CEO não apresentou efeito significativo nem direto nem moderador, rejeitando H3 e H5. A alta prevalência da dualidade (97% das empresas) pode ter causado colinearidade, limitando a interpretação. Os resultados corroboram Cheng e Manansala (2025) e divergem de Rath, Tripathy e Mangla (2024).

No quarto modelo, nem o número de mulheres no conselho nem a presença mínima feminina (dummy FEM) mostraram significância direta ou moderadora, rejeitando H2 e H6. A homogeneidade e baixa representatividade feminina (média de 1,13 mulheres) pode explicar a falta de efeito, refletindo limitações metodológicas comuns na literatura sobre diversidade de gênero (Wu et al., 2024; Kaluarachchi, 2025).

As variáveis de controle se comportaram conforme esperado: a alavancagem apresentou efeito negativo e significativo sobre ROA, reforçando evidências de Dong, Liang e Wanyin (2023) e Chagas et al. (2023); a liquidez teve efeito positivo e significativo, alinhando-se aos achados de Wu et al. (2024).

Assim, os resultados indicam que o ESG contribui positivamente para o desempenho financeiro, mas sua efetividade pode ser mitigada por fatores do conselho, enquanto a dualidade do CEO e a diversidade de gênero não se mostraram relevantes no contexto analisado.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo analisou se os atributos do Conselho de Administração (CA) moderam os impactos financeiros das práticas de ESG em empresas brasileiras listadas entre 2013 e 2023, utilizando regressões por Mínimos Quadrados Ponderados (MQP) com dados em painel. Os dados financeiros foram obtidos da Economatica, os atributos do CA coletados manualmente dos Relatórios de Referência e o score ESG extraído da Refinitiv.

As análises descritivas mostraram grande heterogeneidade: a média de mulheres nos conselhos foi de 1,3, o desvio-padrão do ESG foi 1,15, 97,6% das empresas apresentavam dualidade do CEO e 68,2% possuíam ao menos uma mulher no conselho.

Os resultados indicaram que o ESG impacta positivamente o desempenho financeiro, validando evidências anteriores. O tamanho do conselho foi o principal moderador: conselhos maiores melhoram o desempenho, mas reduzem o efeito positivo do ESG, possivelmente devido à maior complexidade decisória. A dualidade do CEO e a presença feminina no CA não apresentaram efeitos moderadores significativos, possivelmente devido à baixa variabilidade ou limitações de mensuração.

O estudo reconhece limitações, como o uso de uma única métrica ESG e coleta manual de dados, e sugere para pesquisas futuras incluir outros atributos do CA, diferentes métricas de desempenho e ESG, e aspectos qualitativos da diversidade de gênero, como a formação acadêmica das conselheiras.

## REFERÊNCIAS

- CARDILLO, M. A. R.; BASSO, L. F. C. Revisiting knowledge on ESG/CSR and financial performance: A bibliometric and systematic review of moderating variables. **Journal of Innovation & Knowledge**, v. 10, n. 1, p. 100648, 2025.
- CHENG, H.; MANANSALA, L. D. ESG's Impact on Chinese-Listed Firms' Value: Second-Order Moderation Analysis of Financial Constraint and CEO Duality. **Malaysian Journal of Social Sciences and Humanities (MJSSH)**, v. 10, n. 4, e003348-e003348, 2025.
- CHAGAS, G. M. O.; SANTOS, J. F.; NEVES, C. B. C.; ALMEIDA, M. A. Impacto das práticas ambientais sobre a alavancagem. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 17, n. 4, 2023. <https://doi.org/10.12712/rpca.v17i4.60149>.
- MOSKOVICS, P.; WANKE, P.; TAN, Y.; GERGED, A. M. Market structure, ESG performance, and corporate efficiency: Insights from Brazilian publicly traded companies. **Business Strategy and the Environment**, v. 33, n. 2, p. 241-262, 2024.
- PENG, C. CHEN, Y. Informal board hierarchy and corporate ESG performance. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 31, n. 5, p. 4783-4795, 2024.
- POSSEBON, E. A. G.; CIPPICIANI, F.; SAVOIA, J. R.; MARIZ, F. ESG Scores and Performance in Brazilian Public Companies. **Sustainability**, v. 16, n. 13, 2024. DOI:10.3390/su16135650
- SHAH, S. Q. A.; LAI, F. W.; SHAD, M. K.; HAMAD, S.; ELLILI, N. O. D.. Exploring the effect of enterprise risk management for ESG risks towards green growth. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 74, n. 1, p. 224-249, 2025.
- SUNNY, S. A.; HOQUE, M. The impact of board characteristics on financial performance in an emerging economy: the moderating role of nomination and remuneration committee. *European Journal of Management and Business Economics*, 2444-8494, 2025. DOI 10.1108/EJMBE-06-2024-0195