

## IMPACTO DO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO: Evidências de empresas listadas na B3

### 1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, tem-se observado um crescente interesse acadêmico e profissional pela incorporação das práticas ambientais, sociais e de governança no desempenho financeiro das empresas. Tradicionalmente, a teoria dos *Stockholders* (Friedman, 1970) defendia a maximização do lucro como único objetivo empresarial, considerando ações socioambientais como custos que reduzem o valor para os acionistas (DEANGELO, 2025). No entanto, esse entendimento vem sendo desafiado pela teoria dos *Stakeholders*, que reconhece a importância das práticas *Environmental, Social and Governance (ESG)* na geração de valor sustentável e no fortalecimento do desempenho financeiro de longo prazo (FREEMAN & MCVEA, 2001; FREEMAN & PHILLIPS, 2002; FREEMAN, PHILLIPS & SISODIA, 2020; FRIEDE, BUSCH & BASSEN, 2015; BARBERO & MARCHIANO, 2016; RAMIĆ, 2019; TALIENTO, FAVINO & NETTI, 2019; ZHAO et al., 2018; SPERCEL, 2024; HART & BOUCHET, 2025). Essa mudança evidencia uma reconfiguração dos critérios de avaliação do valor corporativo, que passam a considerar, além da rentabilidade, os impactos ambientais e sociais empresariais.

No contexto das pesquisas voltadas à sustentabilidade corporativa, o conceito ESG tem sido amplamente adotado como indicador para mensurar as práticas ambientais, sociais e de governança das empresas, consolidando-se também como instrumento relevante para promover o diálogo com os diversos *stakeholders*. Além disso, desempenha um papel estratégico na avaliação do risco corporativo, uma vez que práticas inadequadas podem afetar diretamente o desempenho financeiro e a lucratividade das organizações. Pesquisas recentes, conduzidas, em sua maioria, em países desenvolvidos, têm evidenciado que um bom desempenho ESG pode melhorar o desempenho financeiro e também contribuir para a criação de valor no longo prazo (FRIEDE et al., 2015; VELTE, 2017; YOON, LEE & BYUN, 2018; ZHAO, et al., 2018; TALIENTO et al., 2019; RAMIĆ, 2019; DEMPETIC, KLEIN & ZWERGEL, 2020; GREGORY, 2022; DOBRICK, KLEIN & ZWERGEL 2023; DENIS, 2024; RAHAYU & SANJAYA, 2024; ALAMOSH, 2024; CANDIO, 2024; PINHEIRO & DOS SANTOS, 2024; POSSEBON, CIPPICIANI, SAVOIA & MARIZ, 2024; RAHAYU & SANJAYA, 2024; BOCCALETTI & GUCCIARDI, 2025; YADAV & ASONGU, 2025; SHI et al., 2025; XIN, 2025; PARANITA, RAMADIAN, WIJAYA, NURSANTI & JUDIJANTO, 2025). Como também, em países em desenvolvimento (GARCIA & ARANGO, 2020; DEGENHART, VOGT & HEIN, 2018; FONTES FILHO & ALVES, 2018; GARCIA; ORSATO & SILVA, 2017; MOREIRA, 2020; PARIKH, KUMARI, JOHANN & MLADENOVIC 2023; ALAMOSH, 2024; ALSLAIBI & ABDELKARIM, 2024; GAO, TAN & CHEN, 2025).

No Brasil, os estudos que investigam a relação entre desempenho ESG e indicadores financeiros apresentam resultados heterogêneos. Assim, há pesquisas que apontam uma relação positiva, especialmente ao componente social (Alexandrino, 2020), enquanto outras evidenciam uma relação negativa entre dimensão ambiental e desempenho financeiro em empresas da América Latina, incluindo Brasil, Chile, Colômbia e México (Garcia & Arango, 2020). Adicionalmente, foram encontradas evidências de correlação significativa entre a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e o desempenho financeiro de companhias brasileiras (DEGENHART, VOGT, & HEIN, 2018). Porém, outros estudos revelam uma tendência de impacto negativo da RSC sobre o valor das empresas, possivelmente em função de uma pressão social ainda incipiente (CRISÓSTOMO, FREIRE & VASCONCELLOS, 2014; SOARES, ABREU & REBOUÇAS, 2020; POSSEBON ET AL., 2024).

Nesse contexto, o presente trabalho tem como objetivo investigar o impacto entre indicadores de ESG e indicadores de desempenho financeiro. Para isso, utilizou-se o método

de painel dinâmico com estimação de 10 (dez) modelos econométricos. Os modelos foram aplicados a uma amostra de 59 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) durante o período de 2015 a 2024 formando um painel balanceado com 590 observações. Este estudo é relevante por investigar, de forma integrada, os efeitos dos fatores ambiental, social e de governança, sobre o desempenho financeiro, uma abordagem ainda pouco explorada no contexto brasileiro. A pesquisa busca oferecer subsídios para o debate acadêmico e corporativo, formulação de políticas públicas e gestão de riscos, especialmente em economias emergentes.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 Teoria dos *Stockholders* versus Teoria dos *Stakeholders***

A teoria dos *Stockholders* (ou *Shareholders* – acionistas/proprietários), defende que o objetivo exclusivo do administrador é a maximização do lucro da empresa (Friedman, 1970). Enraizada nos princípios da economia e das finanças, essa perspectiva considera os investimentos em responsabilidades socioambientais como custos que podem levar à diminuição e ao desvio da riqueza dos acionistas (BARBERO & MARCHIANO, 2016; ALEXANDRINO, 2020; DEANGELO, 2025). Portanto, ela pressupõe uma possível relação negativa entre práticas de desenvolvimento sustentável e financeiro. Em contrapartida, a teoria dos *Stakeholders* está direcionada a uma visão positiva. Já a abordagem da teoria surgiu em meados da década de 1980, com ponto inicial a publicação de R. Edward Freeman intitulada *Strategic Management - a Stakeholder Approach*, em 1984 (FREEMAN & MCVEA, 2001).

### **2.2 Relação entre Desempenho ESG e Desempenho Financeiro**

Relacionada à visão da teoria dos *Stakeholders*, a sustentabilidade pode contribuir como fonte de criação de valor, a partir da relação entre meio ambiente e sociedade, por meio de estratégias definidas pela organização (Feng et al., 2025). A inclusão da concepção da sustentabilidade nas organizações, principalmente no ambiente de negócios, ganhou destaque acentuado quando John Elkington, em 1994, cunhou o termo Tripé da Sustentabilidade, inicialmente definido como *Triple Bottom Line (TBL)*, fundamentado em três pilares: econômico, social e ambiental (ELKINGTON, 2001). Propondo uma visão multidimensional de uma organização, como agentes participativos do Desenvolvimento Sustentável, mediante a criação de estratégias alinhadas a esse direcionamento (Nobre & Ribeiro, 2013). Posteriormente, em 2004, o acrônimo ESG (*Environmental, Social and Governance*) apareceu pela primeira vez em um relatório das Nações Unidas, e em 2005, foi apresentado pelo *United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI)* (GILLAN, KOCH, & STARKS, 2021; SINGHANIA & SAINI, 2021). Assim, delimitou-se as seguintes hipóteses:

*H1: Práticas ambientais impactam positivamente o desempenho financeiro das empresas.*

*H2: Práticas sociais impactam positivamente o desempenho financeiro das empresas.*

*H3: Boas práticas de governança corporativa impactam positivamente o desempenho financeiro das empresas.*

*H4: O desempenho financeiro da empresa impacta positivamente as suas práticas ESG.*

*H5: As práticas ESG impactam positivamente a alavancagem das empresas.*

*H6: A alavancagem da empresa impacta positivamente as suas práticas ESG.*

## **3. METODOLOGIA**

O objeto de pesquisa deste trabalho compreende as empresas não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Para composição da amostra foi necessário excluir todas as empresas não avaliadas pela *Refinitiv Eikon* e que não apresentaram informações relacionadas aos dados contábeis durante o período de 2015 a 2024. Iniciou-se a amostra a partir de 2015, apesar de ter coletado de 2008 a 2024, para não diminuir ainda mais o tamanho da amostra, tendo em vista que no ano de 2010 havia menos de 40 empresas com classificação ESG, Chegando a um painel balanceado com 59 empresas e 590 observações. As variáveis utilizadas

na pesquisa foram classificadas em: financeiras, ESG e de controle. O Quadro 1, resume os dados, suas fontes, as variáveis calculadas e os estudos anteriores.

**Quadro 1** - Descrição das variáveis dependentes

Tipo	Variáveis	Cálculo	Fonte de dados	Estudos anteriores	Relação esperada
ESG	Indicador ESG Geral (ESG)		<i>Refinitiv Eikon</i>	Gao (2025); Dsouza et al. (2024); Candio (2024); Asimakopoulos et al., (2021); Albitar et al. (2019); Aouadi e Marsat (2018); Aboud e Diab (2018); Cantino et al., (2017); Campos-Rasera et al., (2021); Denis (2024); Rahayu, Sanjaya (2024); Vu (2025).	Positiva
ESG	Ambiental (ENV)		<i>Refinitiv Eikon</i>	Alslaibi; Abdelkarim (2024); Roger (2024); Candio (2024); Parick et al. (2023); Campos-Rasera et al., (2021); Cantino et al., (2017); Fahad e Bushu (2021); Gillan; Koch; Starks, (2021); Medeiros; Santos (2019).	Positiva
ESG	Social (SOC)		<i>Refinitiv Eikon</i>	Alslaibi; Abdelkarim (2024); Roger (2024); Candio (2024); Parick et al. (2023); Campos-Rasera et al., (2021); Cantino et al., (2017); Chen, Hung e Wang (2017); Fahad e Bushu (2021); Medeiros; Santos (2019).	Positiva
ESG	Governança (GOV)		<i>Refinitiv Eikon</i>	Alslaibi; Abdelkarim (2024); Roger (2024); Candio (2024); Parick et al. (2023); Campos-Rasera; Passos; Colauto, (2021); Cantino et al., (2017); Mendonça, Martins e Terra (2019).	Positiva
Financeira	Retorno sobre o ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	<i>Refinitiv Eikon</i>	Xu, Zang, Daqian Zu, Chunying Yu, Fu, Chen, & Tian (2025); Gao (2025); Alslaibi; Abdelkarim (2024); Candio (2024); Ribeiro, Souza (2023); Soares, Abreu e Rebouças (2020), Garcia e Arango (2020), Alexandrino (2020), Ramić (2019), Taliento et al., (2019), Degenhart, Vogt e Hein (2018), Garcia et al., (2017), Velte (2017), Eccles, Ioannou e Serafeim (2014).	Positiva
Financeira	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	<i>Refinitiv Eikon</i>	Alslaibi; Abdelkarim (2024); Candio (2024); Dsouza et al., (2024); Alexandrino (2020), Taliento et al., (2019) e Ramić (2019) e Degenhart, Vogt e Hein (2018).	Positiva
Endividamento	Alavancagem Financeira (ALA)	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Total de Ativos}}$	<i>Refinitiv Eikon</i>	Alexandrino (2020), Garcia e Arango (2020), Soares, Abreu e Rebouças (2020), Ramić (2019), Taliento et al., (2019) e Garcia et al., (2017); Junqueira et al. (2017); Mendonça et al. (2019); Pereira et al. (2015).	Positiva

Fonte: Dados da Pesquisa (2025).

### 3.1 Modelo Econométrico

Para cada hipótese da pesquisa foi estimado um modelo econométrico, considerando as variáveis definidas no Quadro 1. As equações 1, 2, 3, 4, 5 e 6 consideram os indicadores de desempenho financeiro como variáveis dependentes, ROA, ROE e ALA respectivamente e os indicadores que compõem o ESG, ENV, SOC e GOV, como variáveis independentes. A equação 7 considera o ESG geral como variável dependente. Para testar se o modelo de efeitos fixos é de fato adequado aos dados, foi realizado o Teste de *Hausman* para cada um dos modelos descritos nas equações 1, 2, 3, 4, 5, 6 e 7 onde a hipótese nula assume que um modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado (Greene, 2012). A estatística do teste resultou em um p-value <0.0000 para a equação 1; p-value <0.6660 para a equação 2; p-value < 0.8666 para a equação 3; p-value < 0.0000 para a equação 4; p-value < 0.8755 para a equação 5; p-value < 0.8828 para a equação 6; p-value < 0.0000 para a equação 7. Logo, a rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 0,05 indica a melhor adequação do modelo de efeitos fixos para as equações 1, 4 e 7; e efeitos aleatórios para a 2, 3, 5 e 6.

No entanto, para tratar a heterocedasticidade presente na série, optou-se por utilizar o painel dinâmico. Para estimar os efeitos dinâmicos do desempenho ESG sobre o desempenho financeiros das empresas, utilizou-se o estimador *System GMM*, conforme proposto por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), utilizado via comando *xtabond2* no Stata, com base em Roodman (2009). O estimador permite lidar com endogeneidade, heterocedasticidade e autocorrelação de primeira ordem. Devido a isso, são utilizadas as defasagens das variáveis como instrumentos, nas equações de diferenças e nas de níveis. Foi incluído também a opção *robust* para garantir a consistência da matriz de variância-covariância diante da presença de heterocedasticidade nos erros.

## 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta a análise e discussão dos resultados obtidos por meio das regressões com dados em painel. A Tabela 1 apresenta os resultados das regressões que analisaram os efeitos das práticas ESG sobre o desempenho financeiro das empresas. A variável GOV, mostrou-se estatisticamente significativa, porém com coeficiente negativo com relação ALA, indicando que maiores níveis de governança estão associados a menor alavancagem. Embora a literatura indique que gestores poderiam aumentar a alavancagem para se proteger contra tomadas de controle (JENSEN, 1986; STULZ, 1990), esse mecanismo também pode ser utilizado para assegurar a permanência dos gestores, mesmo sem efetiva criação de valor (CANASSA, ALLAN, & RIBEIRO, 2025). Diferentemente, Ribeiro e Souza (2023) não identificaram relação significativa entre GOV e ALA. Assim, os resultados encontrados apontam que práticas de governança mais robustas tendem a reduzir o nível de alavancagem.

Não houve relação significativa entre variáveis ESG e ROA/ROE. Contudo, Campos-Rasera et al. (2021) identificaram que alavancagem e capital próprio influenciam positivamente o indicador ESG, enquanto a dívida apresenta efeito negativo, sugerindo relação inversa entre endividamento e práticas sustentáveis. Esses resultados divergem de Hamrouri et al. (2019), que apontaram relação positiva entre divulgação da RSC e financiamento por dívida. A pesquisa identificou que a variável ENV apresentou relação negativa com a alavancagem (ALA), indicando que maiores práticas ambientais reduzem o endividamento, corroborando com Asimakopoulos et al. (2021) para empresas dos EUA, onde classificações ESG estão associadas à menor dependência de empréstimos externos, devido ao maior uso de financiamento interno.

A variável ESG, defasada em um ano, foi estatisticamente significativa e positiva com a ALA, sugerindo que maiores práticas ESG no ano anterior elevam o endividamento, corroborando Hamrouri et al. (2019). No entanto, no ano corrente, essa relação foi negativa. O ESG não apresentou significância com ROE, divergindo de Dsouza et al., (2024). Além disso, identificou-se relação inversa entre dívida e práticas ESG (CAMPOS-RASERA et al., 2021).

**Tabela 1 – Resultado das regressões: Indicadores de desempenho financeiro como variáveis dependentes**

	(1) ROA	(2) ROE	(3) ALA	(4) ESG	(5) ROA	(6) ROE	(7) ALA
L.ROA	-0.0163 (0.160)			4.162 (4.465)	0.0163 (0.151)		
ROA				2.108 (3.538)			
ENV	0.00498 (0.00317)	-0.0175 (0.0202)	-0.00229* (0.00131)				
L.ENV	-0.00363 (0.00281)	0.0145 (0.0147)	0.000534 (0.00104)				
SOC	0.000203 (0.00209)	0.00404 (0.00926)	-0.000395 (0.00135)				
L.SOC	-0.000465 (0.00181)	0.000188 (0.00956)	0.000684 (0.00104)				
GOV	0.000835 (0.00172)	-0.00147 (0.00830)	-0.00266*** (0.000863)				
L.GOV	0.0000284 (0.00117)	-0.00220 (0.00602)	0.000620 (0.000677)				
ALA	0.161 (0.110)	-1.801 (1.638)		-18.31*** (6.910)	0.0586 (0.113)	-1.775 (1.597)	
ECP	-0.336*** (0.122)	2.232 (1.992)	1.003*** (0.0689)	17.80** (7.466)	-0.202* (0.104)	1.936 (1.722)	0.994*** (0.0767)
ELP	-0.263 (0.165)	2.454 (1.684)	1.001*** (0.0622)	20.48** (8.544)	-0.151 (0.165)	2.466 (1.698)	1.021*** (0.0722)
TAM	-0.0366* (0.0213)	0.249 (0.212)	0.0726*** (0.0177)	0.741 (0.791)	-0.0231* (0.0135)	0.127 (0.120)	0.0752*** (0.0208)
ILV	0.0165* (0.00953)	-0.0290 (0.0410)	-0.0108 (0.0140)	-0.188 (0.574)	0.0154 (0.0105)	-0.0620 (0.0557)	-0.0133 (0.0140)
TANG	0.0214 (0.176)	-1.225 (1.190)	0.269** (0.133)	10.66* (5.971)	-0.0120 (0.233)	-1.490 (1.024)	0.374*** (0.143)
1.PAN	0.00696 (0.0136)	0.0485 (0.0845)	-0.00417 (0.00679)	0.871 (0.570)	0.00467 (0.0152)	0.0665 (0.0904)	-0.00473 (0.00743)
1.SET	-0.00573 (0.0147)	-0.0441 (0.105)	0.00716 (0.0319)	-0.0714 (0.989)	-0.00907 (0.0143)	-0.101 (0.112)	0.0143 (0.0375)
L.ROE		-0.161*** (0.0370)		-0.435 (0.283)		-0.167*** (0.0380)	
ROE				-0.138 (0.477)			
L.ALA			0.0846* (0.0513)				0.0768 (0.0513)
L.ESG				0.935*** (0.0414)	-0.00338 (0.00481)	0.00896 (0.0213)	0.00256* (0.00144)
ESG					0.00459 (0.00514)	-0.00617 (0.0189)	-0.00585*** (0.00173)
_cons	0.900* (0.474)	-6.046 (5.133)	-1.914*** (0.389)	-22.27 (18.87)	0.592** (0.288)	-3.190 (3.073)	-2.019*** (0.465)
N	531	531	531	531	531	531	531

**Nota:** \*\*\*significante a 1%; \*\*significante a 5%; \*significante a 10%.

A L.ROA, L. ROE, L.ENV, L.SOC, L.GOV correspondem a variável com defasagem de um ano. As variáveis dependentes (1) ROA, (2) ROE, (3) ALA, representam as regressões com as variáveis que compõem o ESG como independentes. Já as (5) ROA, (6) ROE, (7) ALA, diz respeito as regressões com a variável ESG geral como independente. **Fonte:** Dados da Pesquisa (2025).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados indicam que quanto maiores as práticas de governança menor é alavancagem das empresas. Com as demais variáveis ESG não foi encontrada uma relação estatisticamente significativa com a variável ROA e ROE. A variável ESG, defasada em um ano, foi estatisticamente significativa e positiva com a ALA. Apontando que quanto maiores práticas ESG do ano anterior, maior é a alavancagem do ano zero. Em linha com os resultados de Hamroui et al. (2019). Além disso, a variável ROA foi estatisticamente significativa e positiva com a variável ENV, indicando que quanto maior o retorno sobre o ativo maiores são as práticas ambientais. Esse resultado traz contribuições para a teoria dos *stakeholders*, assim como as pesquisas de Hart & Bouchet (2025) e Feng et al (2025). A variável ROE defasada, foi estatisticamente significativa, mas negativa, podendo-se apontar que à medida que o patrimônio

do ano anterior aumenta, as práticas sociais do ano subsequente diminuem. Empresas mais focadas em rentabilidade no passado recente podem estar sacrificando aspectos sociais.

No tocante aos demais fatores, a variável pandemia foi significativa e positiva com a social, indicando que nos anos de pandemia houve aumento das práticas sociais. Possivelmente devido a uma maior pressão por parte dos *stakeholders*; e divulgação das organizações. Ao considerar os interesses dos diversos *stakeholders* as empresas tendem a apresentar melhores resultados, inclusive no desempenho financeiro (FREEMAN; MCVEA, 2001). Os resultados deste estudo avançam a literatura ao analisar, de forma conjunta, os efeitos dos indicadores ESG sobre o desempenho. Ainda mais, foi testado as variáveis que compõem o ESG como dependentes de forma separada, já que elas são altamente correlacionadas. E, também foram incluídos anos antes, durante e pós pandemia com objetivo de verificar se houve diferença na implementação das práticas ESG. Salienta-se, limitações como o tamanho da amostra e o uso de poucos indicadores financeiros. Pesquisas futuras podem tentar abranger um número maior de empresas, testar relações com outros indicadores e outros modelos econométricos. Também pode ser interessante comparar os anos pré e pós pandemia, por meio do método *Dif-In-Dif*.

#### REFERÊNCIAS

AL AMOSH, H.; KHATIB, S. F. A. Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, ahead-of-print, ahead-of-print, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/jbsed-07-2021-0094>. Acesso em: 23 set. 2025.

ALEXANDRINO, T. C. Análise da relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3. 2020. Dissertação – Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Recife, 2020.

DEANGELO, H. ESG, corporate piracy and Coasian contracting efficiency. *European Financial Management*, v. 31, n. 1, p. 3–25, 2025. DOI: <https://doi.org/10.1111/eufm.12522>.

DSOUZA, S. et al. Sustainable investing: ESG effectiveness and market value in OECD regions. *Cogent Economics & Finance*, v. 13, n. 1, p. 27, 2024.

ELKINGTON, J. *Canibais com garfo e faca*. São Paulo: Makron Books, 2001.

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

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, v. 5, n. 4, p. 210-233, 2015.

GARCIA, A. S.; ORSATO, R.; SILVA, W. M. O desempenho ESG – Environmental, Social and Governance em diferentes ambientes institucionais. In: INTERNATIONAL WORKSHOP ADVANCES IN CLEANER PRODUCTION, 6, São Paulo, [s. n.], 2017.

GARCIA, J. A. C.; ARANGO, L. V. Desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG): incidencia en el desempeño financiero en el contexto latinoamericano. *Jornal da Faculdade de Ciências Econômicas*, v. 28, n. 2, Bogotá, 2020.

GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, v. 66, 2021.

ROGER, T. Do financial analysts care about ESG? *Finance Research Letters*, v. 63, Elsevier, 2024.