

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

MARIA RICKAELY DE ANDRADE SILVA

FEA/USP - FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA USP

TRICIA THAÍSE E SILVA PONTES

UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DE PERNAMBUCO - UNIDADE ACADÊMICA DE SERRA TALHADA

Introdução

O interesse pela integração das práticas Environmental, Social and Governance (ESG) ao desempenho financeiro tem crescido nas últimas décadas. A teoria dos shareholders orienta a maximização do lucro como objetivo central (Friedman, 1970; DeAngelo, 2025), enquanto a teoria dos stakeholders passou a reconhecer o papel das práticas ESG na geração de valor sustentável (Freeman & Mcvea, 2001; Freeman & Phillips, 2002; Freeman, Phillips & Sisodia 2020; Friede, Busch, & Bassen, 2015; Rami?, 2019; Taliento, Favino & Netti, 2019; Zhao et al., 2018; Spercel, 2024; Hart & Bouchet, 2025).

Problema de Pesquisa e Objetivo

No Brasil, estudos sobre a relação entre desempenho ESG e indicadores financeiros mostram resultados divergentes. Alguns indicam relação positiva, enquanto outros apontam impacto negativo da dimensão ambiental (Garcia & Arango, 2020). Há evidências de correlação significativa entre social e desempenho financeiro (Degenhart, Vogt, & Hein, 2018), embora alguns estudos revelem efeitos negativos (Crisóstomo, Freire, & Vasconcellos, 2014; Soares, Abreu, & Rebouças, 2020). Assim, tem-se como objetivo investigar o impacto entre indicadores de ESG e indicadores de desempenho financeiro.

Fundamentação Teórica

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; Dsouza et al. (2024). Pesquisas recentes indicam que um bom desempenho ESG pode melhorar o desempenho financeiro em determinados países. O que traz significativas informações para investidores, administração de empresas e tomadores de decisão (Possebon et al., 2024; Taliento et al., 2019; Zhao, et al. 2018).

Metodologia

O objeto de pesquisa deste trabalho compreende as empresas não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A amostra é composta por 59 empresas, coletadas na Refinitiv Eikon, no período de 2015 a 2024, compondo um painel balanceado. As variáveis utilizadas foram classificadas em: financeiras, ESG e de controle. Utilizou-se o método de painel dinâmico, por meio do 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) para os dez modelos econométricos.

Análise e Discussão dos Resultados

Destaca-se que quanto maiores práticas ESG do ano anterior, maior é a alavancagem do ano zero. Os resultados indicam que melhores práticas de governança estão associadas a menor alavancagem. A variável retorno sobre o ativo foi positivamente associada à variável ambiental, corroborando a teoria dos stakeholders, assim como as pesquisas de Hart & Bouchet (2025) e Feng et al., (2025). O retorno sobre patrimônio líquido defasada foi negativamente associada ao componente social. Na pandemia, houve aumento das práticas sociais, possivelmente pela pressão dos stakeholders (Freeman & McVea, 2001).

Considerações Finais

Os resultados encontrados nesta pesquisa representam um avanço em relação aos estudos anteriores sobre a temática ao investigar os efeitos dos indicadores ESG, ambiental, social e de governança, ainda pouco explorados no Brasil de forma conjunta, sobre o desempenho. Salienta-se, que este estudo não está isento de limitações. Assim, pesquisas futuras podem tentar abranger um número maior de empresas, testar relações com outros indicadores, bem como outros modelos econométricos. Também pode ser interessante comparar os anos pré e pós pandemia, por meio do método Dif-In-Dif.

Referências

DeAngelo, H. (2025). ESG, corporate piracy and Coasian contracting efficiency. *European Financial Management*, 31(1), 3-25. <https://doi.org/10.1111/eufm.12522>. Freeman, R. E., Phillips, R., & Sisodia, R. (2020). Tensions in Stakeholder Theory. *Business & Society*, 59(2), 213-231. 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.

Palavras Chave

Environmental, Social and Governance (ESG) , Shareholders e Stakeholders, Painel Dinâmico.

Agradecimento a órgão de fomento

Este trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES)

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)	Lucro Líquido/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)	Lucro Líquido / 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 em Financeira (ALA)	Dívida Total/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.