

AS PRÁTICAS ESG INFLUENCIAM O DESEMPENHO FINANCEIRO? Evidência de empresas listadas na B3

MARIA RICKAELY DE ANDRADE SILVA

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

Introdução

A teoria dos Stockholders defende a maximização do lucro como objetivo central (FRIEDMAN, 1970). No entanto, a crescente conscientização de consumidores e investidores favorece a transição para a lógica dos Stakeholders, que propõe a integração entre práticas socioambientais e desempenho financeiro, bem como maiores chances de agregação de valor para as organizações (FREEMAN; McVEA, 2001; FREEMAN; PHILLIPS, 2002; FREEMAN; PHILLIPS; SISODIA, 2020; FRIEDE; BUSCH; BASSEN, 2015; TALIENTO; FAVINO; NETTI, 2019; ZHAO et al., 2018; SPERCEL, 2024; HART; BOUCHET, 2025).

Problema de Pesquisa e Objetivo

No Brasil, as pesquisas que investigam a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro apresentam resultados divergentes. Assim, o presente trabalho tem como objetivo investigar as relações existentes entre indicadores de ESG e indicadores de desempenho financeiro. Tendo em vista, que as práticas ESG não atendem somente aos requisitos regulatórios, mas também como ativos estratégicos, auxiliando na mitigação de riscos e impulsionando a sustentabilidade a longo prazo (POSSEBON; CIPPICIANI; SAVOIA; MARIZ, 2024; BOCCALETTI; GUCCIARDI, 2025; SHI et al., 2025; YADAV; ASONGU, 2025).

Fundamentação Teórica

Relacionada à visão da teoria dos Stakeholders a sustentabilidade pode contribuir como uma fonte de criação de valor (FENG et al., 2025). A inclusão da concepção da sustentabilidade nas organizações, deu-se principalmente por meio do Triple Bottom Line - TBL (ELKINGTON, 2001), da Responsabilidade Social Corporativa - RSC (CARROLL, 1991), e, posteriormente em 2004, com o surgimento do acrônimo Environmental, Social and Governance - ESG (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). Para mensurar a relação entre desempenho ESG e desempenho Financeiro foram delimitadas quatro hipóteses.

Metodologia

Com base em uma amostra de 60 empresas listadas na B3, no período de 2012 a 2019 - anterior à pandemia da covid-19 -, conforme o trabalho de Roger (2024). Foram estimados sete modelos econométricos por meio de regressões com dados em painel balanceado. As variáveis foram classificadas em três categorias: ESG, financeiras e controle. Os dados ESG foram obtidos na base CRShub Consensus ESG Ratings. Para o desempenho financeiro, coletou-se no site da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Análise e Discussão dos Resultados

Os resultados evidenciaram que a classificação ambiental afeta negativamente o desempenho financeiro, medido pelo lucro por ação, possivelmente pelo retorno financeiro não imediato. A governança apresentou relação positiva com o lucro por ação, indicando que boas práticas podem contribuir para o resultado financeiro das organizações. Na direção inversa, observaram-se efeitos significativos, porém negativos das variáveis de desempenho financeiro. A pesquisa diferencia-se dos estudos anteriores por trazer evidências que contradizem a perspectiva da teoria dos stakeholders.

Considerações Finais

Os níveis de práticas sociais não são determinantes do desempenho financeiro, representado pelos indicadores ROA, ROE e LPA das empresas analisadas, em linha com DeAngelo (2024). Esse resultado corrobora o argumento de Crisóstomo et al., (2014) sobre a existência de uma pressão social ainda pouco relevante no Brasil. Com relação à governança, foi identificada uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho financeiro, medido pelo LPA, sugerindo que maiores níveis de governança podem estar relacionados a melhores desempenhos financeiros.

Referências

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. 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*

Palavras Chave

Environmental, Social and Governance (ESG), Shareholders e Stakeholders, Desempenho Financeiro

AS PRÁTICAS ESG INFLUENCIAM O DESEMPENHO FINANCEIRO? Evidência de empresas listadas na B3

1 INTRODUÇÃO

A teoria dos *Stockholders* estabelece que o principal objetivo do gestor é a maximização do lucro para os acionistas (Friedman, 1970). Contudo, essa visão vem sofrendo transformações, a partir do crescimento de consumidores atentos ao impacto do seu consumo e de investidores que buscam empresas financeiramente lucrativas e sustentáveis no longo prazo. Assim, emerge uma nova teoria, a dos *Stakeholders*, que propõe uma abordagem integradora entre práticas socioambientais e desempenho financeiro, bem como maiores chances de agregação de valor para as organizações (FREEMAN & MCVEA, 2001; FREEMAN & PHILLIPS, 2002; FRIEDE, BUSCH, & BASSEN, 2015; BARBERO & MARCHIANO, 2016; RAMIĆ, 2019; TALIENTO, FAVINO & NETTI, 2019; ZHAO et al., 2018; SPERCEL, 2024; HART & BOUCHET, 2025).

Nessa linha de pesquisas ligadas à sustentabilidade corporativa, o *Environmental, Social and Governance* (ESG) vem sendo amplamente utilizado como instrumento para mensuração das práticas ambientais, sociais e de governança das empresas, além de favorecer o diálogo entre os diversos *Stakeholders*. Tornando-se uma fonte importante para avaliar o risco corporativo, podendo afetar o desempenho financeiro e a lucratividade da empresa, conforme evidenciado por pesquisas conduzidas em diferentes países (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 et al., 2023; DENIS, 2024; RAHAYU, SANJAYA, 2024; CANDIO, 2024; PINHEIRO & DOS SANTOS, 2024; POSSEBON, CIPPICIANI, SAVOIA, MARIZ 2024; VU, 2025; 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, as pesquisas que investigam a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro apresentam resultados divergentes. Assim, há estudos que apontam uma relação positiva, principalmente, com a variável social (ALEXANDRINO, 2020). Entretanto, negativa entre a variável ambiental e o desempenho financeiro para as empresas latino-americanas do Brasil, Chile, Colômbia e México (Garcia & Arango, 2020). Destacam-se também uma relação significativa entre a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) com o desempenho financeiro das empresas brasileiras (Degenhart, Vogt, & Hein, 2018). Como também, foram encontrados estudos que detectaram uma tendência de efeito negativo entre a RSC e o valor das empresas mediante uma pressão social ainda pouco relevante (Crisóstomo, Freire, & Vasconcellos, 2014; Soares, Abreu, & Rebouças, 2020; Possebon et al., 2024).

Reconhecendo-se o papel das informações sobre ESG na gestão corporativa, no processo decisório de investidores, tomadores de decisão e agências reguladoras, bem como a necessidade de maior investigação sobre seus impactos no desempenho financeiro das empresas brasileiras. O presente trabalho tem como objetivo investigar as relações existentes entre indicadores de ESG e indicadores de desempenho financeiro. Para isso, utilizou-se o método de regressão linear múltipla com dados em painel, com estimação de 7 (sete) modelos. Os modelos foram aplicados a uma amostra de 60 empresas listadas na B3 durante o período de 2012 até 2019 formando um painel balanceado com 480 observações.

Esta pesquisa mostra-se relevante ao investigar os efeitos dos indicadores ambiental, social e de governança sobre o desempenho ainda pouco explorados no Brasil de forma conjunta. Além de testar o possível impacto das variáveis de desempenho financeiro sobre o desempenho ESG das empresas, no período anterior à pandemia da covid-19. Desse modo, visa contribuir com o debate acerca da relação entre o ESG e o desempenho financeiro, bem como, um melhor entendimento nas decisões políticas, e no gerenciamento de risco e estratégia. Além de enriquecer o escopo de estudos aplicados em países emergentes.

O artigo está organizado: a próxima seção apresenta o referencial teórico e o resumo dos resultados de estudos anteriores que serviram de base para construção das hipóteses da pesquisa. A seção 3 descreve metodologia e a construção dos modelos de regressão com dados em painel. Na seção 4 são apresentados e discutidos os resultados. Por fim, na seção 5 são apresentadas as considerações finais, limitações da pesquisa e sugestões de trabalhos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

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

A teoria dos *Stockholders* (ou *Shareholders*), que considera os acionistas como proprietários da empresa, sustenta que o único objetivo do gestor deve ser a maximização do lucro (Friedman, 1970). Nessa lógica, os investimentos em responsabilidade socioambiental são vistos como custos que reduzem a riqueza dos acionistas e, conseqüentemente, o valor da organização (DEANGELO, 2024). Portanto, ela associa uma possível relação negativa entre práticas de desenvolvimento sustentável e desempenho financeiro. A teoria dos *Stakeholders* orienta a integração entre maximização do lucro e responsabilidade socioambiental e que os gerentes devem encontrar maneiras de satisfazer múltiplos *Stakeholders* (FREEMAN & MCVEA, 2001; FENG ET AL., 2025). Assim, as organizações poderiam implementar práticas que envolvam os *stakeholders* (FREEMAN et al, 2020).

2.2 Relação entre Desempenho ESG e Desempenho Financeiro

Nos últimos anos, o *Environmental, Social and Governance* (ESG) tornou-se um dos indicadores mais presentes nas discussões profissionais e acadêmicas (Friede et al., 2015). Pesquisas como a Giuli, Grechi e Tanda (2023) mostram que, ao longo do tempo, o ESG ganhou cada vez mais importância na literatura, entretanto os pesquisadores trabalham isolado. As práticas ESG não atendem somente aos requisitos regulatórios, mas também como ativos estratégicos, auxiliando na mitigação de riscos e sustentabilidade a longo prazo (YADAV & ASONGU, 2025). As empresas devem considerar uma série de critérios para fazer atividades rentáveis e sustentável para os vários *stakeholders* e não apenas voltado aos *Stockholders*.

Desse modo, as empresas implementam diferentes estratégias baseadas nos três pilares ESG. A concorrência de mercado pode impactar positivamente o desempenho ESG das empresas, com variação nos efeitos entre os diferentes ciclos de vida. Entretanto, influencia significativamente e negativamente o desempenho ESG em empresas em período de declínio (Shi et al., 2025). O desenvolvimento econômico pode causar mudanças no tamanho e na demanda do mercado, afetando a competitividade das empresas. Assim, os preços alvo de instituições que possuem classificação alta (ESG), tendem a ser mais altos, o que pode auxiliar a tomada de decisões de investimentos (Roger, 2024). Delimitando-se as seguintes hipóteses:

H1: Práticas ambientais influenciam positivamente o desempenho financeiro das empresas.

H2: Práticas sociais influenciam positivamente o desempenho financeiro das empresas

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

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

3. METOLOGIA

O objeto de pesquisa compreende as empresas não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão – B3. Para composição da amostra foi necessário excluir todas as empresas não avaliadas pela *CRS*Hub Consensus ESG Ratings, e que não apresentavam informações

contábeis no período de 2012 a 2019, chegando a um total de 60 empresas e um painel balanceado com 480 observações. A coleta iniciou-se em 2012 para não reduzir ainda mais a quantidade de empresas, já que, a *CRS Hub Consensus ESG Ratings* classificava menos empresas brasileiras nos anos anteriores. A partir do ano de 2010 iniciou-se a adesão obrigatória as normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras (Machado et. al, 2012).

Quadro 1 - Descrição das variáveis dependentes e independentes

| Tipo | Variáveis | Cálculo | Fonte de dados | Estudos anteriores | Relação esperada |
|------------|--|------------------------------------|----------------|---|------------------|
| ESG | Indicador ESG Geral (ESG) | | <i>CRS Hub</i> | Asimakopoulos, P., Asimakopoulos, S. e Li (2021); Albitar et al. (2019); Aouadi e Marsat (2018); Aboud e Diab (2018); Cantino; Devalle, Fiandrino, (2017); Denis (2024); Rahayu, Sanjaya (2024); Vu (2025). | Positiva |
| ESG | Ambiental (ENV) | | <i>CRS Hub</i> | Campos-Rasera; Passos; Colauto, (2021); Cantino; Devalle, Fiandrino, (2017); Fahad e Bushu (2021); Gillan; Koch; Starks, (2021); Medeiros; Santos (2019). | Positiva |
| ESG | Social (SOC) | comunidade + empregados/2 | <i>CRS Hub</i> | Campos-Rasera; Passos; Colauto, (2021); Cantino; Devalle, Fiandrino, (2017); Chen, Hung e Wang (2017); Fahad e Bushu (2021); Medeiros; Santos (2019). | Positiva |
| ESG | Governança (GOV) | | <i>CRS Hub</i> | Campos-Rasera; Passos; Colauto, (2021); Cantino; Devalle, Fiandrino, (2017); Mendonça, Martins e Terra (2019). | Positiva |
| Financeira | Retorno sobre o ativo (ROA) | Lucro Líquido/Ativo Total | CVM | Soares et al., (2020), Garcia e Arango (2020), Alexandrino (2020), Ramić (2019), Taliento et al., (2019), Degenhart et al., (2018), Garcia et al., (2017), Velte (2017), Eccles, Ioannou e Serafeim (2014). | Positiva |
| Financeira | Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) | Lucro Líquido / Patrimônio Líquido | CVM | Alexandrino (2020), Taliento et al., (2019) e Ramić (2019) e Degenhart et al., (2018). | Positiva |
| Financeira | Lucro por Ação (LPA) | Lucro Líquido/nº de Ações | CVM | Alexandrino (2020), Degenhart, Vogt e Hein (2018) e Campos e Scherer (2001). | Positiva |

Fonte: Dados da Pesquisa (2025).

3.1 Modelo Econométrico

Para testar as hipóteses da pesquisa, escolheu-se o método de regressão linear múltipla com dados em painel balanceado, escolhida pela possibilidade de acompanhar um mesmo conjunto de empresas ao longo do tempo (Wooldridge, 2010). Além disso, modelos estimados por meio de dados em painel possuem diversas vantagens, aumentam o número de graus de liberdade, controlarem a heterogeneidade presente nos dados, permitirem o uso de mais observações, bem como diminuírem a colinearidade entre as variáveis. E, é o método mais utilizado em pesquisas sobre o tema (Hill, et al., 2012).

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, LPA e ROE respectivamente e os indicadores que compõem o ESG, ENV, SOC e GOV, como variáveis independentes. A equação 7 considera o ESG geral como variável independente.

$$ROA_{it} = \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOC_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALA_{it} + \beta_6 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (1)$$

$$LPA_{it} = \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOC_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALA_{it} + \beta_6 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (2)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 SOC_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALA_{it} + \beta_6 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ALA_{it} + \beta_4 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (4)$$

$$LPA_{it} = \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ALA_{it} + \beta_4 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (5)$$

$$ROE_{it} = \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ALA_{it} + \beta_4 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (6)$$

$$ESG_{it} = \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALA_{it} + \beta_6 SET_{it} + \varepsilon_{\{it\}} \quad (7)$$

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta as medidas estatísticas dos dados coletados da amostra para o período de 2012 a 2019 (Tabela 1). Por fim, apresenta-se a análise e discussão dos resultados obtidos por meio das regressões com dados em painel. Verificou-se que a média do indicador ESG foi de 54,93 (de 0 a 100). Destaca-se, ainda, que a preocupação em introduzir práticas de desenvolvimento sustentável ao negócio ainda encontra resistência no âmbito institucional, conforme relatado na literatura analisada (Orellano & Quiota, 2011; Garcia & Arango, 2020; Possebom et al., (2024). Assim, tais resultados podem apontar um avanço em relação às práticas sustentáveis pelas organizações.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis do estudo – 2012 a 2019

| Tipo | Variável | Média | Mediana | Mínimo | Máximo | Desvio Padrão | Contagem | Erro padrão |
|------------|----------|---------|---------|-----------|---------|---------------|----------|-------------|
| | ESG | 54,9396 | 55 | 36 | 70 | 5,172 | 480 | 0,2361 |
| | ENV | 57,5583 | 58 | 30 | 73 | 7,5068 | 480 | 0,3426 |
| | SOC | 56,6489 | 57 | 34,5 | 78,5 | 6,3078 | 480 | 0,2879 |
| | GOV | 48,6562 | 48,5 | 34 | 68 | 5,4689 | 480 | 0,2496 |
| Financeira | LPA | 0,3338 | 0,7445 | -161,9455 | 63,641 | 9,8997 | 480 | 0,4518 |
| Financeira | ROA | 0,0023 | 0,0363 | -12,4058 | 2,2172 | 0,5962 | 480 | 0,0272 |
| Financeira | ROE | 0,1066 | 0,0995 | -5,4437 | 6,8499 | 0,5766 | 480 | 0,0263 |
| Controle | TAM | 39,8002 | 39,8227 | 34,7432 | 43,6722 | 1,2897 | 480 | 0,0587 |
| Controle | ALA | 0,6551 | 0,3109 | -0,5147 | 49,2515 | 2,9008 | 480 | 0,1324 |
| Controle | SET | 0,65 | 1 | 0 | 1 | 0,4774 | 480 | 0,0218 |

Fonte: Dados da Pesquisa (2025).

Na Tabela 2, a primeira regressão considerando a variável dependente LPA, verifica-se uma relação negativa entre o desempenho financeiro e as práticas ambientais das empresas, ao nível de significância de 5%, entretanto o coeficiente da variável é bastante pequeno indicando pouca representatividade. Resultado semelhante encontrado por Soares et al., (2020) para empresas brasileiras e canadenses. Tendo em vista que o sistema financeiro exerce grandes forças no incentivo de investimentos voltados para o critério ambiental. Além disso, nas empresas brasileiras foi constatado uma relação negativa entre a variável ambiental e o desempenho financeiro. Esses achados entre a variável ENV e LPA, contrariam a visão da teoria dos *stakeholders* de que empresas que atendem os interesses das partes interessadas têm maiores chances de agregação de valor (Freeman & McVea, 2001).

Já na tabela 3, com a variável LPA e ROA como dependente não foram encontradas relações estatisticamente significativas. Sendo assim, não é possível afirmar que boas práticas ESG impactam no desempenho financeiro. Entretanto, a variável ESG foi estatisticamente significativa, mas negativa, com a variável dependente ROE. Indicando que quanto maiores as práticas ESG, menor é o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas brasileiras.

Tabela 2– Regressões com dados em painel: Indicadores de desempenho financeiro como variáveis dependentes

| Variável dependente LPA | | | Variável dependente ROA | | | Variável dependente ROE | | |
|-------------------------------|-------------------------|---------------|--------------------------------|---------------------------|---------|-------------------------------|-----------------------------|-----------|
| Variável independ. | Coefficiente | p-valor | Variável independ. | Coefficiente | p-valor | Variável independ. | Coefficiente | p-valor |
| | | | | | | β_0 | 1.99596490 (0.90108083) | 0.02675 * |
| ENV | -0.254129 (0.079465) | 0.0014898 ** | ENV | -0.0039415 (0.0050155) | 0.4324 | ENV | -0.00492965 (0.00407126) | 0.22596 |
| SOC | 0.030762 (0.107385) | 0.7746686 | SOC | -0.0012899 (0.0067778) | 0.8492 | SOC | 0.00017832 (0.00488526) | 0.97088 |
| GOV | 0.305910 (0.144435) | 0.0347709 * | GOV | 0.0061765 (0.0091163) | 0.4985 | GOV | 0.00400700 (0.00592825) | 0.49909 |
| TAM | 4.063038 (1.180862) | 0.0006389 *** | TAM | 0.0741449 (0.0745322) | 0.3204 | TAM | -0.04435836 (0.02124920) | 0.03684 * |
| ALA | -0.248170 (0.163227) | 0.1291722 | ALA | 0.0107113 (0.0103023) | 0.2991 | ALA | -0.09043710 (0.05608356) | 0.10684 |
| | | | | | | SET | -0.09043710 (0.05608356) | 0.10684 |
| R²=0.052863 | | | R²=0.0070919 | | | R²=0.033177 | | |

Nota: ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%. Fonte: Dados da Pesquisa (2025).

Tabela 3 – Resultado das regressões: Indicadores de desempenho financeiro como variáveis dependentes

| Variável dependente LPA | | | Variável dependente ROA | | | Variável dependente ROE | | |
|--------------------------------|-------------------------|-------------|--------------------------------|--------------------------|---------|--------------------------------|---------------------------|-----------|
| Variável independ. | Coefficiente | p-valor | Variável independ. | Coefficiente | p-valor | Variável independ. | Coefficiente | p-valor |
| ESG | -0.083192 (0.132474) | 0.530356 | ESG | -0.0019951 (0.132474) | 0.8093 | ESG | -0.0178249 (0.0081182) | 0.02867 * |
| TAM | 3.666438 (1.154.060) | 0.001599 ** | TAM | 0.0082614 (0.0725300) | 0.3141 | TAM | -0.1003558 (0.0707220) | 0.15664 |
| ALA | -0.241621 (0.164916) | 0.143643 | ALA | 0.0107476 (0.0102845) | 0.2966 | ALA | 0.0158358 (0.0101062) | 0.11789 |
| R²= 0.028086 | | | R²= 0.028086 | | | R²= 0.021147 | | |

Nota: ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%. Fonte: Dados da Pesquisa (2025).

A Tabela 4 apresenta os resultados da regressão da classificação ESG como variável dependente. O ROE mostrou uma relação estatisticamente significativa, porém negativa com o ESG a 10%. Esse resultado corrobora com os achados de Garcia et al., (2017), para empresas de países emergentes, e Rodrigo et al., (2016), que também encontraram relação bidirecional negativa para os países latino-americanos. Dessa forma, indica que quanto maior o ROE, às práticas ESG diminui, o que pode reduzir o valor das organizações. Drempetic et al. (2020) apontam que o tamanho da empresa apresenta um efeito positivo nas classificações ESG e *Environmental* fornecidas pela Thomson Reuters. O que não foi possível medir neste trabalho.

Tabela 4 – Resultado da regressão com dados em painel: ESG como variável dependente

| Variável dependente ESG | | | |
|---------------------------------|--------------|------------|-----------|
| Variável independ. | Coefficiente | Std. Error | p-valor |
| LPA | -0.0082689 | 0.0181340 | 0.64864 |
| ROA | -0.4241161 | 0.3253880 | 0.19316 |
| ROE | -0.8331316 | 0.3271792 | 0.01124 * |
| TAM | 0.5000679 | 0.4295248 | 0.24500 |
| ALA | 0.1003848 | 0.0610791 | 0.10103 |
| R² = 0.025218 | | | |

Nota: ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%. **Fonte:** Dados da Pesquisa (2025).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou as possíveis relações existentes entre o desempenho *Environmental, Social and Governance* – ESG, e o desempenho financeiro das empresas. Por meio de dados ESG secundários (*CSRHub*), e indicadores financeiros (CVM) para uma amostra de 60 empresas listadas na B3, no período de 2012 a 2019 - sem a interferência do impacto da pandemia da covid-19 -, conforme realizado por Roger (2024) para as empresas americanas. Utilizou-se regressão linear múltipla com dados em painel, com estimação sete modelos.

Os resultados evidenciam uma relação negativa entre a dimensão ambiental e o desempenho financeiro, medido pelo LPA, corroborando achados de Garcia e Arango (2020) para empresas latino-americanas. Essa relação, embora aparentemente controversa, pode ser explicada pela ausência de retornos financeiros imediatos das práticas ambientais, conforme sugerido por Velte (2017). Ademais, verificou-se efeito estatisticamente significativo, porém negativo, do ROE sobre o indicador geral de ESG, não confirmando a hipótese de que empresas com maior desempenho financeiro apresentam melhores práticas sustentáveis, em linha com estudos prévios em mercados emergentes (Rodrigo et al., 2016; Garcia et al., 2017). Este estudo avança ao analisar os efeitos dos indicadores ESG de forma integrada no contexto brasileiro, mas reconhece limitações quanto ao tamanho da amostra e ao número restrito de variáveis financeiras utilizadas. Sugere-se, portanto, que ampliem a base de dados, testem outros indicadores e modelos econométricos, explorem defasagens temporais e realizem análises comparativas entre períodos pré e pós-pandemia por meio da técnica *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.