

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

FLAVIANE SILVA MEIRELES MONTEIRO

**AS RELAÇÕES ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO, O DESEMPENHO ESG, O DESEMPENHO FINANCEIRO E
SUAS IMPLICAÇÕES REGIONAIS**

UBERLÂNDIA

2025

FLAVIANE SILVA MEIRELES MONTEIRO

**AS RELAÇÕES ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO, O DESEMPENHO ESG, O DESEMPENHO FINANCEIRO E
SUAS IMPLICAÇÕES REGIONAIS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Linha de Pesquisa: Gestão Organizacional e Regionalidade

Orientador: Prof. Dr. Luciano Ferreira Carvalho

UBERLÂNDIA

2025

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

M775 Monteiro, Flaviane Silva Meireles, 1992-
2026 AS RELAÇÕES ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE
ADMINISTRAÇÃO, O DESEMPENHO EM ESG, O DESEMPENHO
FINANCEIRO E SUAS IMPLICAÇÕES REGIONAIS [recurso eletrônico]
/ Flaviane Silva Meireles Monteiro. - 2026.

Orientador: Luciano Ferreira Carvalho.
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Administração.
Modo de acesso: Internet.
DOI <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2026.208>
Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Carvalho, Luciano Ferreira, 1975-, (Orient.).
II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em
Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração
Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 206 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG,
CEP 38400-902

Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico PPGADM - Número 296				
Data:	26 de fevereiro de 2026	Hora de início:	14:30	Hora de encerramento:	16:00
Matrícula do Discente:	12412ADM013				
Nome do Discente:	Flaviane Silva Meireles Monteiro				
Título do Trabalho:	AS RELAÇÕES ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, O DESEMPENHO ESG, O DESEMPENHO FINANCEIRO E SUAS IMPLICAÇÕES REGIONAIS				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniu-se virtualmente por web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores(as) Doutores(as): Luciana Carvalho (UFU), Régio Marcio Toesca Gimenes (UFGD) e Luciano Ferreira Carvalho (UFU), orientador(a) do(a) candidato(a). Ressalta-se que todos os membros da banca e o(a) aluno(a) participaram remotamente por web conferência.

Iniciando os trabalhos o(a) presidente da mesa, o(a) Prof.(ª) Dr.(ª) Luciano Ferreira Carvalho apresentou a Comissão Examinadora a(o) candidata(o), agradeceu a presença do público, e concedeu ao(à) Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do(a) Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir, o(a) senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o(a) candidato(a). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o(a) candidato(a):

Aprovada

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação

interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Luciano Ferreira Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 26/02/2026, às 15:26, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 26/02/2026, às 15:26, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Régio Marcio Toesca Gimenes, Usuário Externo**, em 02/03/2026, às 11:39, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **7017415** e o código CRC **62E36614**.

Referência: Processo nº 23117.004419/2026-76

SEI nº 7017415

Ao meu esposo, Paulo, ao meu filho, Théo,
meus pais Flávio e Sandra, minhas motivações
diárias.

AGRADECIMENTOS

Ao meu Deus, pela permissão da conclusão desta etapa com muito aprendizado e superação.

Ao meu esposo, Paulo, e ao meu filho, Théo, pelo companheirismo e por entenderem os momentos de ausência dedicadas aos estudos. Vocês são meu equilíbrio e minha maior felicidade.

Aos meus pais, Flávio e Sandra, que abdicaram de seus próprios estudos para priorizar a criação e o futuro dos filhos. Esta conquista também é o fruto do trabalho e do amor de vocês.

Ao meu orientador, Luciano Ferreira Carvalho, pela paciência, gentileza e zelo demonstrado em cada etapa deste trabalho. Sua condução foi fundamental para que eu pudesse desenvolver esse trabalho com segurança.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação, pelo compartilhamento de conhecimentos e pelos diálogos que enriqueceram minha visão acadêmica e profissional.

Aos colegas da Secretaria de Educação da Prefeitura de Uberlândia, pelo apoio e compreensão durante este período de conciliação entre o trabalho e a vida acadêmica.

A Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES), pela concessão de bolsa durante o desenvolvimento desta pesquisa.

RESUMO

Contextualização: As questões ambientais, sociais e de governança (ESG) tem contribuído com o desempenho financeiro das organizações, portanto assuntos relacionados à sustentabilidade se tornaram relevantes para o desenvolvimento das áreas governamentais, empresariais e acadêmicas. Na base dessa transformação está o conselho de administração, cujas decisões impactam a qualidade do desempenho ESG de uma organização. De acordo com estudos que abordaram amostras internacionais, a influência do desempenho ESG se estende ao desempenho financeiro.

Objetivo: O objetivo deste trabalho é analisar as relações entre as características do conselho de administração e os aspectos ESG e em um segundo momento analisar as relações das práticas ESG e o desempenho financeiro das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na B3 e suas implicações regionais.

Método: A pesquisa é descritiva e quantitativa. A coleta de dados foi efetuada na plataforma da Thomson Reuters e Economática, a amostra foi composta por 59 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, resultando em aproximadamente 590 observações, no período de 2015 a 2024. Como modelo econométrico foram estimados regressão de dados em painel.

Resultados: Os resultados apontam que as características do conselho, como a independência e a diversidade, são essenciais para o aprimoramento do desempenho ESG, no entanto a relação entre as práticas ESG e o desempenho financeiro em empresas brasileiras não é estatisticamente significativa. De forma conjunta, as descobertas indicam que, embora o retorno financeiro do ESG possa ainda não ser evidente, o fortalecimento da governança corporativa é um passo fundamental para o desenvolvimento das práticas ESG, gerando benefícios como maior confiança dos stakeholders e preparando as empresas para a criação de valor a longo prazo.

Aderência da Pesquisa com a Área de Concentração do PPGAdm (Regionalidade e Gestão) e com a Linha de Pesquisa: O estudo está de acordo com a área de concentração e a linha Gestão Organizacional e Regionalidade visto que irá analisar as relações entre as características do conselho, os aspectos ESG e desempenho financeiro e suas implicações regionais.

Impacto e Caráter Inovador na Produção Intelectual: Esta pesquisa fortalece a literatura e oferece uma nova contribuição aos estudos em finanças ao explorar o impacto combinado das características do conselho, dos fatores ESG e do desempenho financeiro entre as empresas brasileiras, destacando as diferenças que surgem no contexto do mercado emergente. Entre as principais contribuições deste estudo, destaca-se que os resultados fornecem implicações práticas para empresas brasileiras que buscam estar alinhadas ao desenvolvimento sustentável, por isso, a pesquisa oferece recomendações para o fortalecimento do crescimento sustentável.

Impacto Econômico, Social e Regional: Este trabalho contribui para o avanço do conhecimento das empresas que buscam conciliar crescimento econômico com responsabilidade social, fortalecendo, assim, o desenvolvimento sustentável da economia regional. Além disso, ao incentivar melhorias nas práticas ESG, a pesquisa sugere que empresas socialmente responsáveis tendem a fortalecer a confiança e a transparência junto a seus usuários.

Implicações Regionais: Pesquisas anteriores sobre a influência das características do conselho no desempenho ESG ajudaram a expandir a compreensão de como as empresas podem implementar práticas sustentáveis de maneira eficaz, no entanto, a literatura ainda apresenta lacunas, já que a maioria dos estudos foca em análises amplas que consideram múltiplos países. Diante disso, uma pesquisa aprofundada no contexto brasileiro é de grande importância para o desenvolvimento sustentável da região, por isso, este estudo tem como objetivo preencher essa lacuna na literatura, investigando quais as características do conselho de administração influenciam o desempenho ESG, analisando tanto a pontuação geral quanto cada um dos seus pilares de forma individual, reconhecendo as particularidades de cada dimensão nas empresas brasileiras. Independentemente dos resultados obtidos, esta pesquisa busca incentivar a adoção e o aprimoramento de práticas ESG, contribuindo para que a empresa estabeleça uma reputação positiva em relação à sustentabilidade e, assim, conquiste a confiança de seus usuários.

Objetivos de Desenvolvimento Sustentável Atendidos na Pesquisa: Esta pesquisa está alinhada ao Objetivo de Desenvolvimento Sustentável (ODS) 17, que tem como meta “fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável”. Ao analisar as relações entre as características do conselho de administração, as práticas ESG e o desempenho financeiro, o estudo oferece subsídios relevantes para a promoção da cooperação entre diferentes setores e para o fortalecimento da governança corporativa voltada à sustentabilidade. Dessa forma, contribui para o alcance do ODS 17 ao ampliar o entendimento sobre a importância da adoção de práticas ESG no contexto empresarial.

Palavras-chave: Características do Conselho de Administração, ESG, Pontuação ESG, Desempenho Financeiro.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Aspectos ESG	16
Figura 2 Descrição das Variáveis do Estudo.....	23
Figura 3 Descrição das Pontuações ESG.....	36
Figura 4 Resumo das Teorias	41
Figura 5 Descrição das Variáveis do Estudo.....	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Estatísticas Descritivas relacionadas às características do conselho e desempenho em ESG	25
Tabela 2 Matriz de Correlação relacionadas às características do conselho e desempenho em ESG	27
Tabela 3 Regressões relacionadas às características do conselho e desempenho em ESG	28
Tabela 4 Estatísticas Descritivas relacionadas ao desempenho em ESG e desempenho financeiro	45
Tabela 5 Média ESG e Desempenho ao longo dos anos	46
Tabela 6 Matriz de Correlação relacionadas ao desempenho em ESG e desempenho financeiro	46
Tabela 7 Regressões das Pontuações ESG e Desempenho Financeiro (ROA e ROE).....	50
Tabela 8 Regressões das Pontuações ESG e Valor de mercado (Q de Tobin e Market to Book).....	52

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CEO	- Chief Executive Officer
ALAV	- Alavancagem financeira
B3	- Brasil, Bolsa Balcao
CAT	- Crescimento de ativos
DCEO	- Dualidade do CEO
DG	- Diversidade de gênero
ESG	- Environmental, Social and Governance
IC	- Independência do conselho
MTB	- Market-to-book
ODS	- Objetivo de Desenvolvimento Sustentável
PONTA	- Pontuação ambiental
PONTGE	- Pontuação geral
PONTGO	- Pontuação de governança
PONTS	- Pontuação social
QT	- Q de Tobin
ROA	- Retorno sobre os ativos
ROE	- Retorno sobre o patrimônio líquido
ROTA	- Giro ou rotatividade de ativos
TAMC	- Tamanho do conselho
TAME	- Tamanho da empresa
VIF	- Variance Inflation Factor

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO GERAL	10
1.1 Contextualização	10
1.2 Objetivos	11
1.2.1 Objetivo Geral	11
1.2.2 Objetivos Específicos	11
1.3 Justificativa.....	11
1.3.1 Contribuição Teórica.....	12
1.3.2 Contribuição Prática.....	12
1.3.3 Contribuição Regional.....	12
1.3.4 Contribuição Social	13
1.4 Estrutura do Trabalho	13
2 A RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO EM ESG	14
2.1 Introdução	14
2.2 Referencial Teórico	15
2.2.1 Atividades ESG	15
2.2.2 As características do conselho de administração	17
2.2.2.1 <i>Tamanho do conselho</i>	18
2.2.2.2 <i>Independência do conselho</i>	19
2.2.2.3 <i>Diversidade de gênero</i>	20
2.2.2.4 <i>Dualidade do CEO</i>	20
2.2.3 Teoria da agência e da dependência de recursos.....	21
2.3 Metodologia	22
2.4 Resultados.....	25
2.4.1 Análise descritiva	25
2.4.2 Análise das regressões e Discussão.....	28
2.5 Conclusão.....	30
2.6 Limitações da pesquisa	31
2.7 Sugestão para trabalhos futuros.....	31

3 A RELAÇÃO ENTRE O DESEMPENHO ESG E O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS	32
3.1 Introdução	32
3.2 Referencial teórico	34
3.2.1 Aspectos ESG e desempenho financeiro.....	34
3.2.2 Teoria das partes interessadas e da legitimidade no contexto das práticas ESG....	39
3.3 Metodologia	41
3.3.1 Amostra e coleta de dados.....	41
3.3.2 As variáveis e o modelo econométrico	42
3.4 Resultados.....	44
3.4.1 Análise descritiva	45
3.4.2 Resultados das regressões e Discussão	49
3.5 Conclusão.....	56
3.6 Limitações.....	57
3.7 Sugestão de trabalhos futuros.....	58
4 CONCLUSÃO GERAL	59
4.1 Implicações regionais.....	60
REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO GERAL

1.1 Contextualização

Empresas que adotam práticas ESG tendem a atrair investimentos, fortalecer sua reputação e melhorar seus resultados. Além disso, conselhos de administração mais diversos contribuem com diferentes perspectivas, favorecendo a inovação e o alinhamento às expectativas de stakeholders (Chen et al., 2023). Em um ambiente competitivo, compreender como sustentabilidade e governança influenciam a performance corporativa torna-se essencial (Amara & Ahmadi, 2024).

O desempenho das empresas em ESG está relacionado às características dos conselhos de administração (Amara & Ahmadi, 2024). De acordo com Disli et al. (2022), conselhos menores, com maior diversidade de gênero e composição independentes, tendem a alcançar melhores resultados em sustentabilidade. Assim, observa-se uma conexão lógica entre estrutura do conselho, práticas ESG e desempenho financeiro, o que fundamenta a investigação proposta.

Compreender heterogeneidades regionais é fundamental para identificar padrões e desigualdades no avanço sustentável. Nesse cenário, o Triângulo Mineiro se destaca como uma região estratégica, marcada por um dinamismo econômico e por sua forte inserção nos setores agrícola, industrial e de serviços (Silva & Santos, 2018). A robustez do agronegócio, a presença de indústrias diversificadas e a expansão do setor de serviços tornam a região um importante polo de geração de riquezas e de atração de investimentos.

Essas características reforçam a pertinência de investigar como empresas localizadas em contextos econômicos complexos e heterogêneos respondem às demandas relacionadas à sustentabilidade e à governança corporativa (Li et al., 2024a). A incorporação dessas particularidades regionais permite ampliar a compreensão das relações entre características do conselho de administração, práticas ESG e desempenho financeiro.

Diante disso, este trabalho responde a seguinte questão de pesquisa: A composição de um conselho de administração pode influenciar diretamente a sustentabilidade de uma empresa?

Este estudo fornece uma análise sobre o papel do conselho de administração na adoção de práticas ESG e em um segundo momento, apresenta uma análise das práticas ESG no desempenho financeiro em empresas, oferecendo assim uma compreensão relevante para gestores, investidores e formuladores de políticas, auxiliando na tomada de decisões voltadas à sustentabilidade e à governança corporativa.

Para fundamentar esta pesquisa, foram utilizadas quatro abordagens teóricas. A teoria dos stakeholders contribui para compreender o papel das empresas em atender às demandas dos

diversos grupos de interesse. A teoria da legitimidade explica como as práticas ESG podem fortalecer a aceitação social e institucional das organizações. A teoria da agência destaca a importância dos mecanismos de governança para mitigar conflitos entre gestores e acionistas. Por fim, a teoria da dependência de recursos evidencia como conselhos de administração diversos ampliam o acesso a informações e recursos estratégicos. Em conjunto, esses referenciais teóricos permitem explicar as relações entre as características do conselho de administração, as práticas ESG, e o desempenho financeiro das empresas.

A relevância do tema também se reforça no contexto da Agenda 2030. Em particular, o estudo se alinha ao ODS 17, que promove a cooperação institucional e o fortalecimento da governança. Ao analisar a relação entre conselhos, ESG e desempenho financeiro, esta pesquisa contribui com evidências que apoiam a construção de práticas empresariais mais sustentáveis e colaborativas.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar as relações entre as características do conselho de administração e as práticas ESG das empresas brasileiras listadas na B3; e, em um segundo momento, investigar as relações entre as práticas ESG e o desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3, ambas pesquisas no período de 2015 a 2024.

1.2.2 Objetivos Específicos

Diante do objetivo geral, serão abordados os seguintes objetivos específicos:

- a) Examinar as relações entre as características do conselho de administração e as práticas ESG de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na B3.
- b) Analisar as relações das práticas ESG no desempenho financeiro de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na B3.

1.3 Justificativa

Em um mundo globalizado e diante dos desafios ambientais, sociais e financeiros, nações e organizações adotaram iniciativas sustentáveis, como o ESG, cuja abordagem busca promover o desenvolvimento saudável das organizações alinhado aos interesses da sociedade

(Kolling et al., 2022). Dessa forma, as questões ambientais tendem a estimular uma mobilização mais efetiva por parte das empresas na adoção dos princípios ESG, o que, por sua vez, pode contribuir para a atração de novos investimentos (Forte et al., 2024).

Diante disso, este estudo inovou ao introduzir variáveis adaptadas ao contexto do Brasil, um país com uma economia em desenvolvimento, que se destaca por abrigar a maior floresta tropical do planeta, possuir uma das maiores biodiversidades do mundo e contar com uma população superior a 200 milhões de habitantes, de modo que reúne características que o torna importante para pesquisas voltadas ao desenvolvimento sustentável, tornando evidente a importância de sua participação nas discussões ambientais e socioeconômicas contemporâneas (Miralles-Quirós et al., 2018).

1.3.1 Contribuição Teórica

Esta pesquisa fortalece a literatura quando explora o impacto combinado dos fatores ESG no desempenho financeiro entre as empresas brasileiras, destacando que esse nexo carece de significância estatística, acentuando as diferenças que surgem no contexto do mercado emergente.

1.3.2 Contribuição Prática

Este estudo fornece diretrizes que orientem a tomada de decisões relacionadas aos investimentos empresariais, contribuindo ao mesmo tempo para a promoção da sustentabilidade e obtenção de resultados financeiros consistentes a longo prazo. Assim, pretende-se estimular a adoção dessas práticas como fator competitivo em cumprimento às regras de sustentabilidade.

Independentemente dos resultados obtidos, esta pesquisa incentiva a adoção e o aprimoramento de práticas ESG, contribuindo para que a empresa estabeleça uma reputação positiva em relação à sustentabilidade e, assim, conquiste a confiança de seus *stakeholders*.

1.3.3 Contribuição Regional

Este trabalho contribui para o avanço do conhecimento como as empresas que buscam conciliar crescimento econômico com responsabilidade social, fortalecendo, assim, o desenvolvimento sustentável da economia regional.

Além de oferecer uma nova contribuição aos estudos em finanças ao explorar os efeitos entre aspectos ESG (gerais e individuais) e o desempenho empresarial no contexto brasileiro.

1.3.4 Contribuição Social

Este estudo analisa como as empresas estão perante as práticas sustentáveis, comprovando que ações responsáveis geram impactos positivos tanto na sociedade quanto no meio ambiente.

Ao incentivar melhorias nas práticas ESG, a pesquisa sugere que empresas socialmente responsáveis tendem a fortalecerem a confiança e a transparência junto a seus usuários. E, ao testar se o pilar social influencia o desempenho financeiro, este trabalho oferece subsídios empíricos que podem apoiar gestores na priorização de práticas sociais como parte integrante da estratégia empresarial.

1.4 Estrutura do Trabalho

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: O capítulo um se refere a uma breve introdução, apresentando o contexto, os objetivos e a justificativa. É uma parte importante pois trata-se da apresentação geral dos diversos aspectos que compõem este trabalho. No capítulo dois consta a introdução, referencial teórico, a metodologia, os resultados, as conclusões, as limitações e sugestões para trabalhos futuros do artigo relacionado às características do conselho e ESG.

No capítulo três consta a introdução, referencial teórico, trazendo a estudos anteriores que relacionam as variáveis a serem testadas neste trabalho, a metodologia adotada para atingir o objetivo do estudo, os resultados, as conclusões, as limitações e sugestões para trabalhos futuros do artigo que relaciona ESG e Desempenho Financeiro. No capítulo quatro apresenta-se as conclusões gerais e finaliza-se o trabalho com as referências.

2 A RELAÇÃO ENTRE AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO EM ESG

2.1 Introdução

As questões relacionadas à sustentabilidade têm ganhado destaque nas instituições em todo o mundo, impulsionadas pela crescente preocupação com os impactos negativos das atividades humanas sobre o meio ambiente e as mudanças climáticas (Disli et al., 2022; Ginglinger & Moreau, 2023). Dessa forma, observa-se que a adoção de práticas vinculadas aos critérios ESG (ambiental, social e de governança) tem se consolidado como um tema central tanto no meio acadêmico quanto no empresarial, refletindo, sobretudo, a intensificação das discussões sobre a responsabilidade das organizações, especialmente no âmbito dos conselhos de administração, na incorporação de estratégias sustentáveis em seus modelos de gestão (Popov & Makeeva, 2022).

O desempenho de uma empresa está diretamente associado à atuação do conselho de administração, que é responsável por supervisionar o sistema de governança, fortalecer a cultura organizacional e assegurar o cumprimento dos objetivos estratégicos, zelando pelos interesses econômicos dos investidores (Birindelli et al., 2018).

O conselho estimula a diversidade de opiniões e utiliza o conhecimento de seus membros para aprimorar as decisões e assegurar a execução da responsabilidade social, portanto, ele é fundamental para inserir objetivos de ESG na estrutura empresarial e impactar os resultados (Ding et al., 2024).

Este estudo oferece contribuições tanto para a literatura acadêmica quanto para o meio empresarial, ao aprofundar a compreensão da influência das características do conselho de administração sobre o desempenho ESG, aplicando a teoria da agência e da dependência de recursos (Chaabouni et al., 2025).

Estudos anteriores sobre os efeitos das características do conselho no desempenho ESG contribuíram para ampliar a compreensão sobre como as empresas podem adotar práticas ESG de forma efetiva. Contudo, persistem lacunas na literatura, uma vez que grande parte das pesquisas se concentrou em realizar uma análise ampla considerando vários países (Li et al., 2024b).

Portanto, aprofundar essa pesquisa no contexto específico do Brasil tem a sua devida importância para o desenvolvimento sustentável da região. Diante disso, este artigo busca suprir essa lacuna ao analisar como as características do conselho impactam o desempenho ESG, através da pontuação ESG geral e de cada um de seus pilares de maneira individual (Oyinlola,

2025), reconhecendo as particularidades de cada dimensão nas empresas brasileiras, no período de 2015 a 2024, utilizando uma amostra composta por 590 observações de 59 empresas brasileiras, listadas na B3, provenientes de diversas regiões cujas economias desempenham papel significativo no avanço do desenvolvimento sustentável (Amara & Ahmadi, 2022).

Este estudo oferece uma compreensão relevante para gestores, investidores e formuladores de políticas, auxiliando na tomada de decisões voltadas à sustentabilidade. Isso possibilita uma compreensão distinta sobre as estratégias para alcançar um desempenho sustentável (Disli et al., 2022).

Para mensurar o desempenho de sustentabilidade das empresas, adotou-se o Thomson Reuters Asset 4 ESG Score, um indicador abrangente e amplamente utilizado na literatura acadêmica para avaliar o desempenho em responsabilidade socioambiental (Amara & Ahmadi, 2022). Os resultados deste estudo oferecem contribuições práticas para empresas brasileiras que almejam conciliar desenvolvimento sustentável com rentabilidade no longo prazo, além de apresentarem recomendações voltadas ao fortalecimento do crescimento sustentável (Ding et al. 2024).

Este trabalho está organizado da seguinte forma: o subcapítulo 2.1 corresponde à introdução, na qual são apresentados o contexto da pesquisa, o problema investigado, os objetivos e as justificativas do estudo. O subcapítulo 2.2 abrange o referencial teórico, reunindo os principais conceitos, as hipóteses e os estudos anteriores relacionados às variáveis analisadas. No subcapítulo 2.3, descreve-se a metodologia adotada para alcançar os objetivos propostos. Em seguida, o subcapítulo 2.4 apresenta os resultados obtidos. O subcapítulo 2.5 traz as conclusões, relacionando as características do conselho de administração ao desempenho ESG. O subcapítulo 2.6 discute as limitações do estudo, enquanto o subcapítulo 2.7 apresenta sugestões para pesquisas futuras. Por fim, o trabalho é encerrado com as referências bibliográficas.

2.2 Referencial Teórico

2.2.1 Atividades ESG

A abordagem ESG constitui uma estrutura de sustentabilidade que se fundamenta nos princípios de legitimidade e sustentabilidade, com o propósito de promover o crescimento do valor da empresa ao longo do tempo (Ding et al., 2024). Ao investir nas práticas ESG (Environmental, Social and Governance), as empresas fortalecem os laços com stakeholders relevantes e também reduzem riscos potenciais, além disso, abrem espaço para vantagens

competitivas, melhorias operacionais, desempenho financeiro superior e valorização da marca (Govindan et al., 2021).

As práticas empresariais que impactam o bem-estar da sociedade são conhecidas como fatores ambientais, sociais e de governança (Cavalcante & Bandeira, 2023). Criado em 2004, esse termo descreve a forma como companhias e investidores abordam essas três dimensões, cada uma delas possui igual peso e relevância na promoção da sustentabilidade (Gungor & Seker, 2022; Cavalcante & Bandeira, 2023).

As mudanças aceleradas nas condições climáticas e os desafios sociais têm contribuído para que empresas e acionistas adotem uma postura mais atenta e comprometida com a sustentabilidade (Gungor & Seker, 2022). Cada vez mais investidores têm incluído as informações relacionadas aos fatores ESG em suas estratégias de investimento, reconhecendo como indicadores confiáveis para analisar o desempenho corporativo (Li et al.,2024a).

Atitudes empresariais imprudentes e irresponsáveis podem comprometer a imagem da organização, afastar consumidores e gerar impactos financeiros negativos, por isso, é essencial que as entidades governamentais incluam os aspectos ESG em suas diretrizes estratégicas e estruturas corporativas (Gungor & Seker, 2022).

Os investidores institucionais e de fundos soberanos consideram os critérios ESG como fatores fundamentais para potencializar os retornos financeiros no longo prazo, além de servirem como mecanismo de controle e mitigação de riscos nas carteiras de investimento (Qureshi et al., 2021). Essa percepção também se reflete no mercado brasileiro, onde os investidores atribuem relevância ao desempenho ambiental, social e de governança na tomada de decisão (Miralles-Quirós et al., 2018).

Figura 1

Aspectos ESG

Dimensão	Principais Aspectos
Ambiental	Relaciona-se à forma como a empresa utiliza e gerencia os recursos naturais; inclui ações e projetos ecológicos, políticas de prevenção da poluição e responsabilidade ambiental nas operações.
Social	Abrange práticas voltadas à saúde e segurança dos trabalhadores, promoção da diversidade, ética com fornecedores, respeito aos direitos humanos, envolvimento com a comunidade, marketing responsável e responsabilidade pelos produtos.
Governança	Envolve estrutura e liderança organizacional; composição e diversidade do conselho, práticas de auditoria e transparência, políticas de remuneração e tributação, proteção dos acionistas, e responsabilidade social corporativa.

Fonte: Adaptado de Gungor e Seker (2022).

2.2.2 As características do conselho de administração

Os estudos empíricos que analisam a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho ESG têm se intensificado nos últimos anos, refletindo a crescente relevância das práticas ambientais, sociais e de governança no contexto corporativo. A literatura recente investiga, sob diferentes perspectivas teóricas e metodológicas, como atributos estruturais e demográficos do conselho influenciam o desempenho ESG das empresas em distintos contextos institucionais, incluindo mercados emergentes, economias desenvolvidas e setores intensivos em recursos naturais. Nesse contexto, os estudos a seguir são apresentados com o objetivo de sintetizar algumas evidências empíricas sobre o tema, servindo de base para a análise individual das características do conselho de administração e sua relação com o desempenho sustentável.

Disli et al. (2022), investigam o impacto das características do conselho de administração, como tamanho, independência, diversidade de gênero, no desempenho de sustentabilidade em mercados emergentes, utilizando pontuações ESG e suas dimensões ambiental, social e de governança, por meio do método GMM dinâmico, a amostra do estudo abrange o período de 2010 a 2019. As variáveis independentes são atributos do conselho, enquanto as variáveis dependentes incluem diferentes medidas de desempenho de sustentabilidade. Baseado nas teorias da dependência de recursos e da teoria da legitimidade, o estudo revela que conselhos menores, diversos e independentes, que se reúnem com frequência, promovem melhor desempenho sustentável, especialmente nas dimensões ambiental e de governança, destacando a importância dessas características para a implementação de práticas sustentáveis em contextos de mercados emergentes.

Gungor e Seker (2022) analisam o impacto da estrutura do conselho de administração no desempenho ESG de empresas do setor de petróleo, gás e carvão, utilizando uma amostra de 385 empresas globais de 2010 a 2019. As variáveis dependentes incluem o desempenho ESG e suas sub dimensões (ambiental, social e de governança), enquanto as variáveis independentes abrangem diversidade do conselho, independência, tamanho, expertise do comitê de auditoria, dualidade do CEO e comitê de responsabilidade social corporativa. A pesquisa fundamenta-se na teoria dos stakeholders e da agência, adotando uma abordagem empírica de regressão com dados das bases Thomson Reuters ASSET4, EIKON e Datastream. Os principais resultados indicam que a estrutura do conselho tem efeito estatisticamente significativo sobre o

desempenho ESG e suas subdimensões, sustentando a relevância da composição e organização do conselho para a sustentabilidade corporativa.

Ding et al. (2024), analisam como as características do conselho de administração impactam o desempenho ESG das empresas listadas na China. A variável dependente é o desempenho ESG (pontuação ESG da Shanghai Huazheng), e as variáveis independentes são: tamanho do conselho, independência, diversidade de gênero e formação internacional dos conselheiros independentes. Fundamentado na teoria da dependência de recursos, o estudo utiliza dados de 1.931 empresas listadas na bolsa de valores A, no período de 2009 a 2022, com análise econométrica por meio de modelos de efeitos fixos e análise de componentes principais. Os principais resultados mostram que a independência do conselho e a experiência internacional dos conselheiros impactam positivamente o desempenho ESG, enquanto o tamanho do conselho e a diversidade de gênero não apresentaram efeitos significativos.

Pinheiro et al. (2024), investigam o impacto da composição do conselho de administração no desempenho ESG de empresas latino-americanas, com o objetivo de fornecer insights sobre como variáveis como tamanho do conselho, diversidade de gênero, independência dos membros e dualidade do CEO influenciam as práticas sustentáveis e de governança, consideradas como variáveis dependentes. O estudo foi fundamentado na teoria da agência, o método emprega análise quantitativa com dados de 390 empresas listadas em bolsas de valores de seis países latino-americanos, utilizando modelos de regressão em painel, no ano de 2024.

Os principais resultados indicam que conselhos maiores, mais diversos e mais independentes estão positivamente associados ao desempenho ESG, enquanto a dualidade do CEO não apresenta impacto significativo; além disso, a presença de mais mulheres no conselho contribui de forma relevante para melhorias nas dimensões ambiental, social e de governança.

2.2.2.1 Tamanho do conselho

O tamanho do conselho de administração, que se refere à quantidade de integrantes responsáveis pela supervisão e governança da empresa (Ding et al., 2024) possui um papel relevante na definição e no fortalecimento das práticas ambientais, sociais e de governança (ESG), impactando diretamente o desempenho sustentável das organizações (Husted & Sousa-Filho, 2019).

Conselhos com maior número de membros reúnem diferentes competências e visões, o que tende a aprimorar a qualidade das decisões e os resultados da empresa, por outro lado, conselhos numerosos podem enfrentar desafios relacionados à ineficiência, dificuldades de

coordenação entre os membros e menor clareza na atribuição de responsabilidades, comprometendo a efetividade das decisões (Chaabouni, 2025).

O número de membros no conselho de administração tem sido apontado na literatura como um dos fatores que influenciam o desempenho ESG das organizações (Gungor & Seker, 2022). Os autores como Jensen (1993), De Andres et al. (2005) e Disli et al. (2022), defendem que conselhos com menor número de pessoas promovem maior eficiência e, portanto, geram melhores resultados. Por outro lado, no entendimento de Cheng e Courtenay (2006), Amara e Ahmadi (2022), Kim e Yang (2025), conforme cresce o número de membros do conselho, há um aumento não só nos benefícios financeiros, mas também no desempenho socioambiental das empresas, então, o efeito do tamanho do conselho sobre o desempenho financeiro é um aspecto importante para os stakeholders.

Diante das evidências teóricas e empíricas apresentadas, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: H1 - Existe relação entre o tamanho do conselho e o desempenho ESG.

2.2.2.2 Independência do conselho

Um conselho independente que é composto majoritariamente por membros externos à gestão, ou seja, diretores não executivos, isso favorece a supervisão organizacional, já que não está sob influência direta da administração, dessa maneira, a presença desse tipo de conselho com diversidade contribui para a redução de custos e para a melhoria do desempenho financeiro, ao promover práticas eficazes de governança corporativa (Chaabouni, 2025).

Segundo Ortas et al. (2015) a independência do conselho de administração é um fator relevante para a elaboração e o monitoramento das diretrizes estratégicas que visam atender aos interesses das partes interessadas. A existência de integrantes independentes serve como um recurso para supervisionar as atividades dos gestores executivos (Chouaibi, 2021).

A teoria da agência sugere que as atitudes dos gestores podem ser supervisionadas de forma independente através da inclusão de integrantes externos no conselho de administração, assim, as ações dos gestores em favor de interesses pessoais tendem a ser impedidas, pois os diretores externos atuam para proteger a organização contra comportamentos socialmente irresponsáveis (Disli et al., 2022).

A independência do conselho pode contribuir para o aprimoramento dos aspectos ESG, ao minimizar conflitos e mitigar efeitos adversos sobre a empresa, o que, eleva seu valor de mercado (Ding et al., 2024). No entanto, para Prior et al. (2008), conselheiros externos, podem encontrar dificuldades para efetivar avanços práticos em ESG por não estarem profundamente familiarizados com as operações internas da empresa.

Dessa forma, a literatura analisada fundamenta a formulação da segunda hipótese de pesquisa: H2 - Existe relação entre a independência do conselho e o desempenho ESG.

2.2.2.3 Diversidade de gênero

A diversidade no conselho é caracterizada pelas diferenças entre seus membros, sendo considerada um reflexo da capacidade da organização em atender às expectativas das partes interessadas (Luoma & Goodstein, 1999). A inclusão de mulheres em posições de liderança e de representantes dos funcionários nos conselhos representa um elemento relevante da diversidade (Nekhili et al., 2019).

Segundo Chaabouni et al. (2025), ao adotar diversidade de gênero, a empresa tende a se ajustar rapidamente às mudanças do mercado e se alinhar aos valores sociais, além disso, fortalece sua imagem institucional, ampliando o relacionamento com públicos estratégicos e atendendo às exigências dos padrões ESG.

A gestão que consegue utilizar a diversidade de gênero como um diferencial pode obter margens de lucro mais elevadas e gerar valor a longo prazo, ao promover maior eficiência organizacional, reduzir a rotatividade de funcionários (Ali et al., 2011). A diversidade no conselho de administração pode favorecer a compreensão e o enfrentamento de questões ESG complexas (Endrikat et al., 2021).

A influência da diversidade de gênero foi menos significativa em regiões onde predominam normas tradicionais, evidenciando que o contexto institucional exerce influência sobre a diversidade de gênero, especialmente em locais com baixos níveis de igualdade de gênero (Chaabouni et al., 2025).

Considerando os argumentos teóricos e os resultados empíricos discutidos na literatura, apresenta-se a terceira hipótese de pesquisa: H3 - Existe relação entre a diversidade de gênero e o desempenho ESG.

2.2.2.4 Dualidade do CEO

Para Ahmad et al. (2017), a acumulação dos cargos de CEO e presidente do conselho é uma prática frequente em países em desenvolvimento, especialmente em contextos com forte presença de empresas familiares, o que pode aumentar a probabilidade de impactos negativos sobre as práticas de Responsabilidade Social Corporativa.

A dualidade do CEO concede a ele uma autoridade elevada, centralizando o controle sobre as decisões da empresa, o que pode levá-lo a desconsiderar os interesses dos diferentes stakeholders da organização (Jensen, 1993), nesse sentido, a concentração de poder na figura

do CEO passou a receber mais atenção em razão de casos de abuso de autoridade por líderes com grande influência (Chouaibi et al., 2021).

O estudo de Dakhli (2021) fornece evidências de uma relação negativa entre a dualidade do CEO e a Responsabilidade Social Corporativa, o que reforça argumentos favoráveis à separação dos cargos como forma de mitigar os conflitos de agência.

Nesse contexto, os fundamentos teóricos e as evidências empíricas existentes sustentam a proposição da quarta hipótese de pesquisa: H4 - Existe relação entre a dualidade do CEO e o desempenho ESG.

2.2.3 Teoria da agência e da dependência de recursos

Para estudar a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho ESG nesta pesquisa serão abordadas as teorias da agência e da dependência de recursos (Chaabouni et al., 2025).

A Teoria da Agência explica que, nas relações entre os acionistas (principais) e os gestores (agentes), podem surgir conflitos devido à divergência de interesses, uma vez que os agentes tendem a priorizar seus próprios objetivos, nem sempre alinhados aos dos acionistas (Chaabouni et al., 2025). Essa Teoria afirma que os agentes, têm o objetivo de aumentar o lucro, enquanto os principais além disso, se preocupam em reduzir riscos e custos no decorrer do processo de retorno financeiro (Buallay, 2019).

Para Ahmed (2023), segundo essa teoria existe uma relação positiva entre uma boa estrutura de governança e as informações ESG divulgadas com qualidade de uma empresa, portanto, atribui aos conselhos de administração a responsabilidade de reduzir os conflitos de interesse entre acionistas e gestores.

A diversidade e a independência dos membros do conselho de administração são utilizadas como mecanismos para reduzir os conflitos de agência, ao promover o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. A presença de diferentes perfis de gênero tende a qualificar o processo decisório, atenuar vieses e fortalecer a capacidade de supervisão da gestão, sendo assim, cabe ao conselho assegurar que os executivos atuem de forma alinhada aos objetivos da empresa e façam uso eficiente dos recursos corporativos (Kweh et al., 2019).

A teoria da dependência de recursos destaca que, para que uma empresa possa garantir sua continuidade e crescimento, é necessário obter recursos externos, como o conhecimento prático, as competências profissionais, o prestígio do diretor e seus vínculos com organizações externas e, considerando que o conselho de administração exerce um papel estratégico, ele poderá viabilizar os recursos essenciais para que as práticas de ESG sejam efetivamente

adotadas (Ding et al., 2024). Assim sendo, pode oferecer direcionamento adequado em temas relacionados ao ESG e contribuir para a execução eficaz das estratégias nessa área. (Treepongkaruna et al., 2024).

Sob a ótica das características do conselho, a teoria da dependência de recursos enfatiza a conquista de vantagem competitiva por meio dos recursos intangíveis disponibilizados pelo conselho de administração (Li et al., 2024a).

2.3 Metodologia

Neste capítulo serão apresentados aspectos metodológicos utilizados para responder o objetivo deste trabalho, que envolve analisar a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho ESG das empresas. Tratando-se de variáveis numéricas, este estudo utiliza uma metodologia quantitativa com abordagem descritiva.

Este estudo visa analisar como as características do conselho de administração (tamanho, diversidade de gênero, independência e dualidade do CEO) se relacionam entre si e separadamente no desempenho ESG das empresas, oferecendo uma visão específica da contribuição de cada elemento (Ding et al., 2024).

A coleta de dados utilizou fontes secundárias e os dados foram obtidos por meio da plataforma Thomson Reuters Eikon, cujas variáveis incluíram as pontuações gerais ESG e por dimensão ambiental, social e de governança, além das informações relacionadas às características do conselho de administração, como tamanho do conselho, diversidade de gênero, independência do conselho e dualidade do CEO e as variáveis de controle, exceto o giro de ativos que foi obtido por meio da plataforma Economática.

O desempenho em sustentabilidade das empresas é mensurado por meio da pontuação ESG da plataforma Thomson Reuters, cuja metodologia define o pilar de governança como a avaliação dos sistemas e processos corporativos que asseguram que executivos e membros do conselho de administração atuem no melhor interesse dos stakeholders de longo prazo, refletindo a capacidade da empresa de direcionar e controlar seus direitos e responsabilidades por meio de boas práticas de gestão. Embora as características do conselho de administração estejam conceitualmente associadas a esse pilar, opta-se por modelá-las como determinantes do desempenho ESG, sob a premissa de que a estrutura do conselho exerce influência antecedente sobre a implementação das políticas ambientais, sociais e de governança. Reconhece-se que essa especificação pode introduzir potencial viés de endogeneidade, especialmente nas estimações do pilar G; para mitigar esse efeito, as análises são realizadas separadamente para o

ESG agregado e para cada um de seus pilares (E, S e G), permitindo avaliar a robustez dos resultados, particularmente nas dimensões ambiental e social, nas quais a sobreposição conceitual é menos direta.

Após a coleta ao realizar os filtros para selecionar as empresas que possuíam informações relacionadas aos aspectos ESG e as características do conselho de administração, a amostra foi composta por 59 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto e observações de 531 a 590 que apresentaram informações suficientes para análise das variáveis, no período de 2015 a 2024.

Figura 2

Descrição das Variáveis do Estudo

Variável	Tipo	Sigla	Autores
Pontuação ESG	Dependente	pontge	Forte et al., 2023 / Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Pontuação pilar ambiental	Dependente	ponta	Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Pontuação pilar social	Dependente	ponts	Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Pontuação pilar de governança	Dependente	pontgo	Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Tamanho do Conselho	Independente de Interesse	tamc	Disli et al., 2022 / Amara e Ahmadi, 2022 / Chouaibi et al., 2021.
Independência dos membros do Conselho	Independente de Interesse	ic	Disli et al., 2022 / Amara e Ahmadi, 2022 / Chouaibi et al., 2021.
Diversidade de Gênero	Independente de Interesse	dg	Disli et al., 2022 / Amara e Ahmadi, 2022 / Chouaibi et al., 2021.
Dualidade do CEO	Independente de Interesse	dceo	Chouaibi et al., 2021.
Tamanho da empresa	Controle	tame	Chouaibi et al., 2021 / Ding et al, 2024.
Alavancagem financeira	Controle	alav	Ding et al, 2024.
Giro de ativos	Controle	rota	Alareeni e Hamdan, 2020.
Crescimento de Ativos	Controle	cat	Alareeni e Hamdan, 2020.

Para analisar os efeitos das características do conselho de administração sobre o desempenho ESG das empresas, foram estimados quatro modelos de regressão com dados em painel. As variáveis dependentes são as pontuações ESG geral (pontge), pontuação do pilar

ambiental (ponta), pontuação do pilar social (pontos) e a pontuação do pilar de governança (pontgo), são variáveis que refletem o desempenho da firma em práticas ambientais, sociais e de governança, sendo utilizadas separadamente e de forma agregada para permitir comparações entre dimensões. As variáveis explicativas principais representam as características do conselho de administração como o tamanho do conselho (tamc), independência do conselho (ic), diversidade de gênero no conselho (dg) e dualidade do CEO (dceo), essas variáveis foram selecionadas por representarem mecanismos internos de governança capazes de influenciar a adoção e implementação de práticas ESG. Foram incluídas variáveis de controle que captam características financeiras das empresas como tamanho da empresa (wltame), alavancagem financeira (walav), giro ou rotatividade de ativos (wrota) e o crescimento dos ativos (wcat), essas variáveis permitem controlar o efeito de aspectos econômicos e estruturais da firma sobre as pontuações ESG.

Com base nas definições anteriores, os modelos de regressão estimados podem ser representados conforme segue:

Modelo 1: avalia o efeito das características do conselho sobre a pontuação ESG geral, equação estimada, reg1:

$$PONTGE_{it} = \beta_0 + \beta_1 WTAMC_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 DCEO_{it} + \beta_4 WDG_{it} + \beta_5 WLTAME_{it} + \beta_6 WALAV_{it} + \beta_7 WROTA_{it} + \beta_8 WCAT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2: apresenta a relação entre as características do conselho sobre a pontuação ambiental, equação estimada, reg2:

$$PONTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 WTAMC_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 DCEO_{it} + \beta_4 WDG_{it} + \beta_5 WLTAME_{it} + \beta_6 WALAV_{it} + \beta_7 WROTA_{it} + \beta_8 WCAT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 3: demonstra os efeitos entre as características do conselho sobre a pontuação social, equação estimada, reg3:

$$PONTS_{it} = \beta_0 + \beta_1 WTAMC_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 DCEO_{it} + \beta_4 WDG_{it} + \beta_5 WLTAME_{it} + \beta_6 WALAV_{it} + \beta_7 WROTA_{it} + \beta_8 WCAT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 4: avalia a relação entre as características do conselho sobre a pontuação de governança, equação estimada, reg4:

$$PONTGO_{it} = \beta_0 + \beta_1 WTAMC_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 DCEO_{it} + \beta_4 WDG_{it} + \beta_5 WLTAME_{it} + \beta_6 WALAV_{it} + \beta_7 WROTA_{it} + \beta_8 WCAT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Para o tratamento dos outliers da amostra, a técnica de winsorização foi empregada em níveis necessários para cada variável. O tamanho do conselho, a diversidade de gênero e o logaritmo do tamanho da empresa, a alavancagem financeira, o giro de ativos foram winsorizados a 5%, já o crescimento de ativos foram winsorizados a 7%, além disso, as variáveis ESG, não apresentaram *outliers*.

A fim de identificar a multicolinearidade, realizou-se o teste do Fator de Inflação da Variância (VIF), mas esse problema não foi encontrado em nenhum dos modelos. Posteriormente, foram executados o teste de Wooldridge para verificar a presença de autocorrelação e o teste de Wald para detectar heterocedasticidade e todos os modelos revelaram ter ambos os problemas, as regressões foram corrigidas e estimadas com erros-padrão robustos agrupados por empresa (*cluster robust standard errors*) para garantir maior confiabilidade nas inferências estatísticas.

A escolha do modelo mais adequado para as regressões foi determinada pelo teste de Hausman e para as análises que relacionam a pontuação ESG geral e pontuação ambiental com as variáveis de interesse das características do conselho, o resultado indicou que o efeito aleatório era o modelo mais apropriado. Já para a relação entre a pontuação social e de governança com as variáveis de interesse, o modelo de efeito fixo foi o melhor.

2.4 Resultados

2.4.1 Análise descritiva

A Tabela 1 sumariza as estatísticas das variáveis, mostrando o número de observações, a média, o desvio-padrão e os valores extremos (mínimo e máximo). A variação no número de observações (531 e 590) reflete a quantidade de dados disponíveis.

Tabela 1

Estatísticas Descritivas relacionadas às características do conselho e desempenho em ESG

Variável	Obs	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
pontge	590	55,29	19,25	5,36	92,06
ponta	590	51,07	25,34	0	97,15
ponts	590	57,53	21,96	0,87	95,60
pontgo	590	56,71	28,17	7,87	93,54
wtamc	590	9,52	2,67	6,00	16,00
ic	590	43,33	23,35	0	100,00
dceo	590	0,31	0,46	0	1,00
wdg	590	11,09	9,36	0	30,00
wltame	590	16,95	1,10	14,74	18,93

walav	590	0,36	0,18	0,04	0,70
wrota	590	0,51	0,27	0,14	1,10
wcat	531	8,82	13,34	-11,01	39,45

As análises descritivas das variáveis mostram uma alta dispersão dos dados, o que aponta para uma grande heterogeneidade nas empresas da amostra. As variáveis de pontuação ESG (Ambiental, Social e Governança), por exemplo, apresentam grande variabilidade. A pontuação ESG geral (pontge) tem uma média de 55,29, mas com um desvio padrão de 19,25, e valores que variam amplamente de 5,36 a 92,06. Isso sugere que há empresas com excelente desempenho ESG e outras com pontuações bem baixas.

A análise por pilar reforça essa conclusão, na pontuação ambiental (ponta), a dispersão é ainda maior, com um desvio padrão de 25,34 e valores que vão de 0 a 97,15, indicando que as empresas estão em estágios muito diferentes em suas práticas ambientais; na pontuação social (pontos), com média de 57,53 e desvio padrão de 21,96, a variável mostra que algumas empresas se destacam na responsabilidade social, enquanto outras ficam significativamente atrás; na pontuação de Governança (pontgo), a dispersão é a mais alta entre os pilares, com um desvio padrão de 28,17 e valores que variam de 7,87 a 93,54, sugerindo uma diversidade ainda maior nas estruturas de governança das empresas.

O tamanho do conselho (wtamc), com média de 9,52 e desvio padrão de 2,67, indica que o tamanho dos conselhos é relativamente homogêneo entre as empresas. A Independência do Conselho (ic) e Diversidade de Gênero (wdg) possuem uma grande dispersão, com desvios padrão de 23,35 e 9,36, respectivamente. Isso sugere que as empresas divergem significativamente na independência de seus conselhos e na representatividade feminina.

Alavancagem Financeira (walav) e Rotatividade de Ativos (wrota), apresentam baixos desvios padrão (0,18 e 0,27), o que indica que as empresas da amostra são mais parecidas em termos de alavancagem e eficiência na utilização de ativos. O crescimento de Ativos (wcat) apresenta um desvio padrão de 13,34 e valores que variam de -11,01 a 39,45. Isso mostra uma extrema variabilidade no crescimento das empresas, com algumas em forte expansão e outras em retração.

A análise de correlação de Pearson, cujos resultados estão na Tabela 2, foi aplicada para investigar a natureza das relações entre as variáveis. A matriz de correlação completa fornece os coeficientes que quantificam a intensidade e a orientação de cada relacionamento. A presença de um asterisco (*) ao lado de um coeficiente sinaliza uma correlação estatisticamente

significativa, indicando que a conexão entre as variáveis é robusta e não se deve ao acaso, sendo válida para a amostra analisada.

Tabela 2

Matriz de Correlação relacionadas às características do conselho e desempenho em ESG

	pontge	ponta	ponts	pontgo	wtamc	ic	dceo	wdg	wltame	walav	wrota	wcat
pontge	1.0000											
ponta	0.8631*	1.0000										
ponts	0.9211*	0.7578*	1.0000									
pontgo	0.6382*	0.2862*	0.4454*	1.0000								
wtamc	0.2492*	0.2524*	0.2605*	0.0584	1.0000							
ic	0.1116*	-0.0761	0.0175	0.4120*	0.2155*	1.0000						
dceo	-0.0216	-0.0479	0.0073	-0.0124	0.2675*	0.1853*	1.0000					
wdg	0.3349*	0.1843*	0.2705*	0.3940*	0.0373	0.2445*	-0.0101	1.0000				
wltame	0.5492*	0.5693*	0.5457*	0.1998*	0.3692*	0.1417*	-0.0366	0.1439*	1.0000			
walav	0.1168*	0.0443	0.1148*	0.1617*	0.0971*	0.0680	-0.0216	0.0837*	0.0949*	1.0000		
wrota	0.1438*	0.1663*	0.0297	0.1747*	-0.0676	0.2044*	0.1824*	-0.0027	-0.0254	-0.0525	1.0000	
wcat	0.0088	-0.0109	0.0213	0.0370	-0.0180	0.0567	0.1016*	0.0135	0.0585	0.0923*	0.0048	1.0000

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

A análise da matriz de correlação mostra que as dimensões do índice ESG estão fortemente associadas entre si. A Pontuação ESG apresentou um coeficiente positivo e elevado com a Pontuação Pilar Ambiental (0,8631*), com a Pontuação Pilar Social (0,9211*) e, em menor intensidade, com a Pontuação Pilar de Governança (0,6382*). Esse resultado evidencia a consistência interna do indicador, reforçando que os três pilares se complementam na construção do desempenho socioambiental e de governança das empresas.

Ao observar as relações entre os pilares, nota-se que a dimensão social mantém um resultado positivo tanto com o pilar ambiental (0,7578*) quanto com o de governança (0,4454*), sugerindo que práticas sociais tendem a caminhar junto com iniciativas ambientais e de governança. Por outro lado, o pilar de governança, apesar de apresentar associação positiva com os demais, mostra coeficientes menos intensos, indicando que captura aspectos específicos da estrutura organizacional.

Entre as variáveis de interesse relacionadas ao conselho de administração, o Tamanho do Conselho (tamc) demonstrou um coeficiente positivo, embora fraco, com a pontuação ESG (0,2492*), sugerindo que conselhos mais amplos podem contribuir para maior diversidade de perspectivas, ainda que o efeito não seja forte. A Independência dos membros do Conselho (ic) apresentou relação positiva, porém de baixa magnitude, com a pontuação ESG (0,1116*), e

relação negativa com o pilar de governança ($-0,2155^*$), o que pode indicar que maior independência formal nem sempre se traduz em melhores práticas reportadas.

A dualidade do CEO (dceo) mostrou coeficientes próximos de zero com a pontuação ESG e seus pilares, sugerindo ausência de relação significativa direta. Já a Diversidade de Gênero (dg) exibiu um coeficiente positivo com a pontuação ESG ($0,3349^*$) e com o pilar de governança ($0,3940^*$), reforçando a literatura que associa maior representatividade feminina a práticas corporativas mais alinhadas à sustentabilidade.

Entre as variáveis de controle, o Tamanho da empresa (tame) e a Alavancagem financeira (alav) apresentaram coeficientes baixos e pouco consistentes com a pontuação ESG e seus pilares, indicando influência limitada no desempenho socioambiental. O Giro de Ativos (rota) também se mostrou pouco associado ao índice ESG, com coeficientes de baixa magnitude.

De forma geral, os resultados evidenciam três pontos principais, primeiro as dimensões do ESG são altamente integradas, reforçando a validade do índice agregado; segundo as características do conselho, especialmente independência do conselho e a diversidade de gênero, aparecem associadas positivamente ao desempenho ESG; e as variáveis como dualidade do CEO, tamanho da empresa e alavancagem não apresentam relações estatisticamente relevantes.

2.4.2 Análise das regressões e Discussão

Tabela 3

Regressões relacionadas às características do conselho e desempenho em ESG

Variável	REG1	REG2	REG3	REG4
wtamc	0.2109 (0.289)	-0.0111 (0.235)	-0.282 (0.246)	0.196 (0.278)
ic	0.0647** (0.026)	0.0215 (0.021)	0.0812*** (0.021)	0.213*** (0.048)
dceo	-2.474 (2.665)	0.798 (2.701)	0.521 (2.871)	-5.489 (3.521)
wdg	0.1979* (0.114)	0.114 (0.111)	0.171 (0.115)	0.229*** (0.118)
wltame	12.634*** (1.615)	21.444*** (2.424)	22.627*** (2.654)	22.268*** (3.348)
walav	0.1219 (0.134)	0.156 (0.125)	0.154 (0.130)	0.185 (0.137)
wrota	-4.737 (6.953)	-5.908 (6.489)	-4.087 (6.668)	-6.269 (6.929)
wcat	0.8426*** (0.242)	0.9095*** (0.244)	0.8753*** (0.243)	0.9020*** (0.250)
_cons	-16.31	-36.88	-40.63	-29.18

	(28.73)	(41.51)	(45.40)	(55.88)
N	531	531	531	531
R-sq	0.153	0.152	0.148	0.228
Adj. R-sq	0.137	0.134	0.128	0.196

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Legenda das variáveis: wtamc: tamanho do conselho winsorizada; ic: independência do conselho; dceo: dualidade do CEO; Diversidade de gênero winsorizada; wltame: tamanho da empresa com log winsorizada; walav: alavancagem financeira winsorizada; wrota: giro ou rotatividade de ativos winsorizada; wcat: crescimento de ativos winsorizada. Os erros padrões estão entre parênteses / * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Os resultados evidenciam que a independência do conselho está positivamente associada às pontuações ESG em sua forma agregada e, de modo mais consistente, aos pilares social e de governança, confirmando a hipótese 2. Isso sugere que conselhos com maior proporção de membros independentes tendem a favorecer práticas de supervisão e controle que se traduzem em melhores avaliações nessas dimensões, reforçando a importância de mecanismos de monitoramento, estes achados estão alinhados com os estudos de Disli et al. (2022) e Pinheiro e Sarmiento (2022).

A diversidade de gênero também apresenta efeito positivo, sendo mais expressivo no pilar de governança, o que indica que a presença feminina no conselho contribui para maior sensibilidade em questões de governança corporativa, confirmando a hipótese 3. Pesquisas como as de Grau-Grau et al. (2025) e Amara e Ahmadi (2024), evidenciam que a diversidade de gênero no conselho favorece práticas mais responsáveis e melhora os resultados de governança corporativa.

Em contraste, o tamanho do conselho e dualidade de CEO não demonstraram efeitos significativos sobre nenhuma das pontuações, o que sinaliza que, na amostra analisada, esses fatores estruturais não são determinantes diretos da qualidade percebida das práticas ESG. A ausência de efeitos robustos de wtamc e dceo corrobora a literatura que apresenta resultados mistos quanto ao tamanho do conselho e à dualidade do CEO como as pesquisas de Kim e Yang (2025), Disli et al. (2022) e Gungor e Seker (2022), pois em alguns contextos institucionais, essas variáveis não exercem impacto direto sobre ESG, sendo seu efeito condicionado por fatores regulatórios ou culturais.

Entre as variáveis de controle, o tamanho da empresa destacou-se como um dos fatores mais relevantes, exercendo influência positiva em todas as dimensões, o que pode refletir maior capacidade das firmas maiores de investir em políticas e relatórios ESG. O crescimento de ativos também se mostrou positivamente associado às variáveis dependentes, embora de forma menos uniforme. Esse padrão já foi identificado em estudos anteriores, como de Alareeni e Hamdan (2020), que apontam que empresas maiores e com maior capacidade de reporte tendem

a apresentar desempenho superior em ESG, tanto pelo maior acesso a recursos quanto pela maior visibilidade perante stakeholders.

Por outro lado, a alavancagem e o giro dos ativos não apresentaram relações consistentes, sugerindo que a estrutura de capital e a eficiência operacional, isoladamente, não explicam variações nos índices ESG.

O poder explicativo dos modelos é maior para o pilar de governança (reg4), com r quadrado de 19,60, indicando que as variáveis de conselho analisadas capturam com mais clareza os mecanismos associados a essa dimensão, enquanto os pilares ambiental e social apresentam menor aderência às características de governança. Esse resultado reforça a noção de que fatores internos de governança corporativa impactam mais diretamente a dimensão de governança do ESG do que os aspectos ambientais e sociais.

Os achados confirmam que características do conselho mais ligadas à independência e à diversidade de gênero são as que de fato contribuem de maneira mais direta para os resultados em ESG, sobretudo no pilar de governança. Já variáveis como tamanho do conselho e dualidade do CEO apresentam efeitos mais dependentes de contexto, em linha com a literatura que aponta resultados heterogêneos em diferentes países, setores e períodos. Além disso, a robustez das variáveis de controle relacionadas ao tamanho da firma reforça a compreensão de que fatores estruturais seguem sendo determinantes para explicar o desempenho agregado em ESG (Gungor & Seker, 2022).

2.5 Conclusão

A base teórica do estudo demonstrou que as características do conselho de administração desempenham um papel importante na orientação das decisões gerenciais. Com o objetivo de analisar essa influência no contexto da sustentabilidade, este trabalho investigou a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das empresas nas dimensões ambiental, social e de governança (ESG).

Os resultados empíricos indicaram que diretorias com diversidade de gênero e maior proporção de membros independentes apresentam melhor desempenho do pilar social e de governança. Esses achados são consistentes com os pressupostos da Teoria da Agência, pois a independência do conselho fortalece os mecanismos de monitoramento, reduz conflitos de interesse entre gestores e acionistas e amplia a transparência e a responsabilização corporativa. A diversidade de gênero, por sua vez, contribui para um processo decisório mais plural e para uma supervisão mais eficaz da gestão, favorecendo práticas organizacionais alinhadas às exigências de responsabilidade social e de boa governança.

Os resultados também podem ser interpretados à luz da Teoria da Dependência de Recursos, na medida em que conselhos mais diversos e independentes tendem a ampliar o acesso a recursos intangíveis, como diferentes competências, experiências profissionais, perspectivas cognitivas e legitimidade institucional. Esses atributos podem contribuir para o aprimoramento das práticas sociais e de governança, especialmente em contextos nos quais a sustentabilidade exige capacidade de articulação com múltiplos stakeholders e maior sensibilidade às demandas externas.

Assim, os achados confirmam as expectativas teóricas associadas às características do conselho relacionadas à independência e à diversidade, reforçando a interpretação de que esses atributos são determinantes relevantes para avanços em sustentabilidade corporativa, sobretudo no pilar de governança. Nesse sentido, as hipóteses 2 e 3 não são rejeitadas, evidenciando uma relação positiva entre essas características do conselho e o desempenho ESG.

O tamanho do conselho e dualidade de CEO não demonstraram efeitos significativos sobre nenhuma das pontuações, rejeitando as hipóteses 1 e 4 que retratam que essas variáveis influenciam o desempenho ESG.

2.6 Limitações da pesquisa

Esta pesquisa apresenta algumas limitações como a escolha do recorte temporal de dez anos, que, embora relevante, pode não ser suficiente para capturar a totalidade do impacto de longo prazo das práticas ESG, um campo que se encontra em constante evolução. Além disso, a amostra foi restrita a empresas que disponibilizaram informações referentes a pontuação ESG suficientes, esse critério visou incluir companhias que já são mais maduras e transparentes em suas ações de sustentabilidade, limitando, assim, a capacidade de generalizar as conclusões para o universo corporativo, especialmente para empresas com práticas de divulgação menos desenvolvidas.

2.7 Sugestão para trabalhos futuros

Ampliar o número de características do conselho como outras variáveis que podem ajudar a explicar os determinantes do desempenho ESG geral e por dimensão ambiental, social e de governança.

3 A RELAÇÃO ENTRE O DESEMPENHO ESG E O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS

3.1 Introdução

As práticas ESG (*Enviromental, Social, Governance*) podem influenciar o desempenho financeiro das organizações (Li et al., 2020). Para as empresas, a dedicação à responsabilidade social e à preservação do meio ambiente tem sido vista como um diferencial, especialmente em contextos nos quais políticas públicas, regulações ambientais e diretrizes de governança corporativa passam a exercer maior pressão institucional. Nesse cenário, empresas que se destacam em indicadores ESG geralmente apresentam um crescimento potencial, assim essas organizações podem se alinhar com o interesse dos gestores de investimentos (Chen et al., 2023).

A consideração de aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG) tem modificado as táticas empresariais e o processo decisório dos investidores, pois a adoção desses critérios promove a geração de valor a longo prazo (Emeka-Nwokeji & Osisima, 2019) e também à mitigação de riscos regulatórios, reputacionais e operacionais, frequentemente reforçados por políticas públicas voltadas à sustentabilidade, à transparência e à responsabilidade corporativa. As empresas, por sua vez, tendem a enfrentar os riscos associados ao ESG como forma de obter maior equilíbrio e otimizar suas operações (Chaabouni et al., 2025).

Contudo, a simples adoção formal de práticas ESG não garante impactos positivos sobre o desempenho financeiro das empresas, algumas evidências empíricas indicam que os benefícios econômicos associados ao ESG estão relacionados à efetividade, à consistência e ao mérito real dessas práticas, e não apenas à sua existência declaratória (Fatemi et al., 2018; Shaikh, 2022). Estudos como os de Aouadi e Marsat (2018); Mendiratta et al. (2023) mostram que empresas envolvidas em controvérsias ESG, situações em que há desalinhamento entre práticas reportadas e desempenho efetivo, tendem a sofrer penalizações no valor de mercado, o que pode neutralizar ou até reverter potenciais ganhos financeiros associados ao ESG. Dessa forma, iniciativas ESG integradas à estratégia corporativa, à governança e às operações produtivas tendem a gerar valor no longo prazo, enquanto ações voltadas apenas ao cumprimento regulatório ou à sinalização ao mercado apresentam efeitos limitados ou inconsistentes sobre o desempenho financeiro (Fatemi et al., 2018).

Apesar de algumas pesquisas indicarem que as práticas ESG podem ter um impacto positivo no desempenho financeiro (Buallay, 2019; Qureshi et al., 2021), outros estudos apresentaram resultados variados, sugerindo até uma correlação negativa entre o sucesso

financeiro e o ESG (Whelan et al., 2021; Makridou et al., 2024), sugerindo que os impactos do ESG sobre o desempenho financeiro não são universais. Assim, as pesquisas mais recentes sobre essa relação ainda são limitadas e pouco conclusivas (Chen et al., 2023), podem variar de acordo com características institucionais, regulatórias e, sobretudo, setoriais, uma vez que diferentes setores econômicos estão expostos a níveis distintos de pressão regulatória, intensidade ambiental e demandas sociais. Diante disso, este trabalho pretende responder a seguinte questão de pesquisa: as práticas ESG têm relação com o desempenho financeiro de uma empresa?

A análise da produção acadêmica sobre ESG revela que os estudos estão majoritariamente concentrados em nações desenvolvidas, onde políticas públicas e estruturas regulatórias relacionadas à sustentabilidade encontram-se mais consolidadas. Em economias emergentes, como o Brasil, os estudos permanecem menos numerosos e a colaboração científica na área ainda é limitada, indicando que a literatura sobre ESG se encontra em estágio de desenvolvimento (Li et al., 2021).

De acordo com Zhu e Wang (2024), a relação existente entre o ESG e o desempenho financeiro pode ser moldada conforme o ambiente institucional em que as empresas se encontram. Partindo dessa premissa, esta pesquisa tem como objetivo analisar os efeitos das práticas ESG sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras, analisando os efeitos das três dimensões individuais do ESG sobre o desempenho financeiro, além de considerar a pontuação ESG consolidada.

A estrutura deste trabalho está organizada da seguinte forma: o subcapítulo 3.1 corresponde à introdução, na qual são apresentados o contexto da pesquisa, o problema investigado, os objetivos e a justificativa do estudo. O subcapítulo 3.2 apresenta o referencial teórico, contemplando os principais conceitos, as hipóteses e os estudos prévios relacionados às variáveis analisadas. No subcapítulo 3.3, descreve-se a metodologia adotada para alcançar o objetivo proposto. Em seguida, o subcapítulo 3.4 expõe os resultados da pesquisa, enquanto o subcapítulo 3.5 apresenta as conclusões acerca dos efeitos dos aspectos ESG sobre o desempenho financeiro. O subcapítulo 3.6 discute as limitações do estudo, e o subcapítulo 3.7 apresenta sugestões para pesquisas futuras. Por fim, o trabalho é encerrado com as referências bibliográficas.

3.2 Referencial teórico

3.2.1 Aspectos ESG e desempenho financeiro

O conceito de desenvolvimento sustentável nas empresas está apoiado em três dimensões principais: ambiental, social e de governança, conhecidas pela sigla ESG (*Environmental, Social and Governance*) (Zhang & Liu, 2022). De acordo com os autores, o ESG também pode servir como uma ferramenta de avaliação, já que sua abrangência oferece às partes interessadas uma visão mais completa da empresa, incluindo tanto informações financeiras quanto não financeiras. Isso permite uma análise mais precisa dos riscos e oportunidades envolvidos, além de ajudar na compreensão dos valores sustentáveis que a organização adota (Prado et al., 2024).

O princípio ESG, foi oficialmente apresentado em 2004, funcionando como um método utilizado por investidores para avaliar o desempenho financeiro futuro, além disso, os fatores ESG auxiliam na mensuração da sustentabilidade e do impacto social das atividades empresariais, sendo que esses fatores podem gerar efeitos positivos ou negativos no desempenho financeiro, assim, o ESG, representa um modelo de investimento focado no crescimento de valor a longo prazo (Li et al., 2021).

As práticas ESG começaram a se fortalecer na década de 2010 e, em 2020, consolidaram-se como uma tendência mundial, de modo que, com o passar do tempo, empresas de diferentes setores passaram a buscar a adoção dessas práticas em suas atividades, a fim de fortalecer sua atuação sustentável e seu compromisso social. Apesar de o conceito ESG ter se destacado nos últimos anos, a preocupação das empresas com a responsabilidade que vai além dos resultados econômicos não é algo recente (Campos Filho & Oliveira, 2023).

O ESG tornou-se um parâmetro para avaliar o desempenho empresarial com base em critérios de sustentabilidade, sendo adotado em diferentes mercados e contextos, independentemente das fronteiras geográficas. No Brasil, as empresas têm incorporado práticas alinhadas aos princípios ESG em suas operações, embora com menor intensidade em relação a outros países (Farias & Barreiros, 2021).

Empresas, investidores e consumidores estão cada vez mais conscientes sobre a relevância de incorporar práticas sustentáveis e responsáveis em seus processos e decisões (Li et al., 2024a).

O ESG, portanto, não representa uma obrigação, mas sim uma oportunidade que gera benefícios para as organizações que o implementam (Sibarani, 2023). Entretanto, ainda persiste certa resistência quanto aos impactos reais e aos resultados efetivos provenientes dos

investimentos em ESG, tanto para os stakeholders quanto para a sociedade como um todo (Campos Filho & Oliveira, 2023).

Os autores Alareeni e Hamdan (2020) destacaram em seu estudo que, nas suas pesquisas anteriores, a maioria dos trabalhos focaram em um aspecto específico ou em combinações das dimensões ESG. No entanto, os fatores ambientais, sociais e de governança são inter-relacionados, por isso, não considerar todas as esferas do ESG ao avaliar sua influência nos resultados financeiros pode comprometer a compreensão do fenômeno de forma abrangente (Alareeni & Hamdan, 2020).

Segundo Elsayed e Paton (2005), os desafios ambientais como o aquecimento global e as alterações no clima estão entre os problemas mais complexos do mundo, com potencial para impactar o desempenho financeiro futuro das organizações e do próprio planeta, de modo que o aumento da conscientização pública sobre essas questões tem levado às instituições a adotar regulamentações ambientais e a divulgar informações sobre seus compromissos e ações relacionadas a esses temas essenciais. No entanto, na sua pesquisa evidenciou que a conexão entre desempenho ambiental (E) e desempenho financeiro tiveram pouca influência.

Uma outra abordagem investigou que as normas ambientais mais rigorosas podem contribuir para o crescimento da receita ao incentivar as empresas a otimizar seus custos operacionais, aumentar a satisfação dos clientes e melhorar os resultados de vendas (Alareeni & Hamdan, 2020).

Adotar práticas de responsabilidade social podem contribuir com os resultados financeiros e diminuir os riscos que as empresas enfrentam (Kim et al., 2013). Essas ações são importantes para construir e estabelecer a confiança das partes interessadas pois, quando a empresa se mostra comprometida com questões sociais, esses grupos tendem a apoiá-la, o que pode trazer benefícios diretos para o negócio (Madsen & Rodgers, 2015). Por isso, atitudes socialmente responsáveis podem se transformar em ganhos financeiros (Li et al., 2021; Alareeni & Hamdan, 2020).

No entanto, a pesquisa de Fisher-Vanden e Thorburn (2011) indicou que pode haver uma relação negativa entre responsabilidade social e desempenho financeiro, sugerindo que, em algumas situações, esses investimentos podem não trazer retorno financeiro.

Empresas que têm práticas de governança bem organizadas costumam oferecer informações mais claras e úteis para investidores e outras pessoas que usam os relatórios financeiros. Isso ajuda a reduzir a diferença de acesso às informações e pode contribuir para melhorar a forma como a empresa é administrada (Ponnu, 2008). Mesmo assim, embora muitos

estudos tenham investigado como a governança influencia os resultados financeiros das empresas, os achados ainda são variados e inconclusivos (Alareeni & Hamdan, 2020).

Os três pilares ESG (ambiental, social e governança) são fundamentais para o funcionamento e o crescimento sustentável das empresas (Li et al., 2021). Alguns estudos indicam que há uma relação positiva entre práticas ESG e o desempenho financeiro, sugerindo que empresas com pontuações ESG mais altas tendem a obter melhores resultados (Tarmuji et al., 2016). Pasquini-Descomps e Sahut (2013) analisaram como as pontuações ESG baseadas em notícias impactam o desempenho financeiro e concluíram que melhorias nas atividades ESG ao longo do tempo contribuem para fortalecer a imagem da empresa e, consequentemente, melhorar seu desempenho financeiro.

As práticas ESG muito rígidas podem afetar negativamente os resultados financeiros das empresas, uma vez que, o principal objetivo de uma organização deve ser a maximização do valor para os acionistas; nesse sentido, qualquer desvio dessa finalidade pode comprometer sua eficiência (Alareeni & Hamdan, 2020). Além disso, evidências indicam que quando empresas adotam condutas irresponsáveis nas áreas ambiental, social ou de governança, e isso ganha visibilidade negativa na mídia, há uma elevação nos riscos de crédito, o que também aumenta os riscos financeiros enfrentados pelas organizações (Kolbel et al., 2017).

Nos últimos anos, o setor responsável pela atribuição de pontuações ESG cresceu de forma expressiva e passou a ser amplamente utilizado por consultorias empresariais de grande porte em diversos países, então essas pontuações atuam como métricas-chave e servem como referência geral para avaliar o desempenho das empresas em aspectos ESG (Alareeni & Hamdan, 2020).

Uma empresa que possui uma maior pontuação ESG reconhece os riscos e é capaz de convertê-los em redução de despesas e fortalecimento da reputação no mercado contribuindo para uma lucratividade melhor e criação de valor sustentável a longo prazo (Chaabouni et al., 2025).

Figura 3

Descrição das Pontuações ESG

Pontuação	Detalhamento
Ambiental	Envolve diversos aspectos ligados ao meio ambiente e à interação entre negócios e sociedade.
Social	Avalia o nível de compromisso da empresa com suas obrigações sociais.

Governança	Reflete aspectos administrativos da organização, como independência do conselho e práticas anticorrupção.
------------	---

Fonte: Adaptado de Alareeni e Hamdan, 2020.

Os indicadores de pontuação relacionados à atividade ambiental, responsabilidade social e à governança são importantes tanto para as empresas quanto para os stakeholders, pois fornecem informações relevantes para a tomada de decisões e para a avaliação das práticas sustentáveis adotadas (Alareeni & Hamdan, 2020). Assim, pontuações ESG elevadas tendem a refletir menor exposição a riscos empresariais (Bualay, 2019).

As organizações operam com recursos financeiros limitados, que devem ser distribuídos de maneira estratégica entre diferentes alternativas de investimento (Ahmed et al., 2021). A literatura empírica tem destacado de forma consistente os efeitos dos aportes direcionados às práticas ESG, apresentando resultados variados, com estudos que identificam tanto efeitos positivos quanto negativos da adoção de práticas ESG sobre o desempenho financeiro.

Alguns autores, como Bualay (2019); Alareeni e Hamdan (2020) e Silva e Mascena (2024), evidenciam uma relação positiva, indicando que o fortalecimento das práticas ESG pode contribuir para melhores resultados financeiros.

Segundo Qureshi et al. (2021), alguns pesquisadores identificaram que os pilares ESG podem ter uma influência negativa sobre o desempenho financeiro das empresas, sugerindo que, em certos contextos, o engajamento nessas práticas pode gerar custos que superam os benefícios econômicos esperados (Whelan et al., 2021; Makridou et al., 2024).

Apesar de algumas diferenças quanto aos métodos utilizados para avaliar a relação entre práticas ESG e o desempenho financeiro (Chen et al., 2023; López-Toro et al., 2021; Casquel et al., 2024), nota-se que existe um consenso na literatura de que os investimentos em práticas socioambientais e de governança exercem influência sobre o desempenho financeiro das empresas (Prado et al., 2024; Forte et al., 2023).

Na revisão sistemática de Li et al. (2024a), mais de 72% dos estudos indicam que o desempenho ESG exerce uma influência positiva sobre o valor das empresas. Esse resultado evidencia que tanto o mercado quanto os investidores vêm atribuindo uma importância cada vez maior às práticas ESG, reconhecendo-as como fundamentais para garantir a sustentabilidade e o sucesso empresarial no longo prazo.

Xie et al., (2019), utilizou grandes conjuntos de dados globais que também confirmam que as ações relacionadas ao ESG tendem a ter um impacto neutro ou benéfico sobre o desempenho financeiro.

Qureshi et al. (2021), demonstram que existe um nexo entre desempenho ambiental, social e de governança (ESG) e o desempenho financeiro das empresas, com foco em 100 das melhores cidadãs corporativas dos EUA entre 2009 e 2018, utilizando abordagens econométricas PVAR e FEVD. As variáveis independentes são índices ESG (ambiental, social, governança e geral) e as variáveis dependentes incluem desempenho financeiro baseado em mercado (mtb, tq) e contábil (roe, roa). As teorias principais são a teoria do social compartilhado e a teoria das partes interessadas, que sustentam a relação positiva entre sustentabilidade corporativa e desempenho econômico. Os principais resultados indicam que o compromisso com ESG melhora o valor de mercado das empresas e está associado ao desempenho financeiro futuro, especialmente nas métricas baseadas no mercado, enquanto a relação com indicadores contábeis é mais fraca ou negativa.

Chen et al. (2023), analisam o impacto do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas, utilizando a variável dependente ROA (retorno sobre ativos) e a variável independente classificação ESG da Thomson Reuters. A pesquisa fundamenta-se na teoria de responsabilidade social corporativa e nas expectativas de sustentabilidade para justificar a relação entre ESG e o desempenho financeiro. Com uma amostra de 3.332 empresas listadas ao redor do mundo, coletada de 2018 a 2022, emprega modelos de regressão de painel. Os principais resultados indicam que maior desempenho ESG está associado a melhores resultados financeiros, especialmente em empresas maiores e em contextos de maior risco, reforçando a importância das estratégias ESG para vantagem competitiva e sustentabilidade econômica.

Forte et al. (2023) analisam a relação entre práticas ambientais, sociais e de governança, utilizando como variável independente, os scores da Refinitiv presentes no ISE e o desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras, as variáveis dependentes foram ROA, ROE, Market-to-Book e Q de Tobin, fundamentando-se na teoria dos Stakeholders. Utilizou-se uma análise quantitativa com uma amostra de 876 observações anuais de 93 empresas listadas na B3 no período de 2008 a 2022, empregando modelos estatísticos para validação. Os principais resultados indicam que um maior padrão de práticas ASG está positivamente associado ao melhor desempenho financeiro e de mercado, sugerindo um ciclo virtuoso entre preocupação com stakeholders e valor da empresa.

Prado et al. (2024), realizaram um estudo, no período entre 2008 e 2023 com uma amostra de 630 empresas listadas na B3, buscando compreender a relação entre os critérios ESG (ambiental, social e governança) e o desempenho econômico-financeiro, utilizando variáveis dependentes como ROA, ROE e EBITDA, e variáveis independentes referentes às dimensões do ESG, incluindo seu score geral e individualizado. A metodologia empregou análise de regressão em painel para avaliar o impacto das práticas ESG nos indicadores financeiros, fundamentando-se na teoria dos stakeholders e na abordagem quantitativa descritiva. Os principais resultados indicam que, de modo geral, não há uma correlação significativa entre ESG e desempenho financeiro agregado, embora a dimensão ambiental apresente efeito positivo sobre o EBITDA, sugerindo benefícios financeiros associados a práticas ambientais. As dimensões social e de governança, por sua vez, não mostraram impactos relevantes, reforçando a complexidade e o debate na literatura sobre a relação entre sustentabilidade e desempenho financeiro.

Zeng e Jiang (2023), verificam qual o impacto do desempenho ESG no desempenho financeiro de 156 empresas agrícolas e florestais listadas na China, utilizando um modelo de mínimos quadrados de dois estágios, no período de 2020 a 2021, com dados de painel não balanceados. A variável dependente é o desempenho financeiro, avaliado por um sistema de múltiplos indicadores baseado no método de entropia, enquanto as variáveis independentes incluem os aspectos ambiental, social e de governança. As principais teorias empregadas são a teoria das partes interessadas, que explica os efeitos dos incentivos fiscais, o grau de mercantilização regional e a proporção de mulheres executivas como moderadores do impacto ESG. Os resultados mostram uma correlação positiva significativa entre ESG e desempenho financeiro, com destaque para os componentes social e de governança, além de indicar que fatores externos, como incentivos fiscais, podem moderar essa relação, reforçando a importância de políticas que promovam práticas sustentáveis no setor agrícola e florestal.

Considerando as discussões previamente apresentadas sobre as práticas ESG e desempenho financeiro, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1 - Existe relação entre a pontuação ESG e o desempenho financeiro.

3.2.2 Teoria das partes interessadas e da legitimidade no contexto das práticas ESG

A teoria das partes interessadas, conhecida também como teoria dos stakeholders, sustenta que o principal objetivo da empresa é atender aos interesses dos diversos públicos com

os quais se relaciona e para isso, deve-se adotar práticas sustentáveis, favorecendo assim o sucesso do negócio no longo prazo (Silva & Mascena, 2024).

Segundo Li et al. (2021), com base na teoria das partes interessadas, as empresas tendem a apresentar um desempenho melhor quando atendem adequadamente aos critérios das dimensões Ambiental, Social e de Governança (ESG), em comparação àquelas que negligenciam esses aspectos, sendo assim, as empresas devem analisar suas ações e verificar o impacto do ESG nas finanças com o objetivo de prevenir riscos.

Para Jones (1995), a teoria dos stakeholders propõe que atender às necessidades dos diversos públicos relacionados à organização é um fator instrumental para alcançar um melhor desempenho financeiro.

A teoria da legitimidade de forma geral busca compreender as ações e estratégias adotadas pelas empresas, destacando a importância de sua inserção no contexto social e da busca por aceitação por parte da sociedade (Aboud & Diab, 2019). No âmbito das pesquisas sobre ESG, essa abordagem teórica analisa de que forma as empresas podem fortalecer sua legitimidade social e mercadológica por meio da adoção de práticas sustentáveis, elevando, assim, seu desempenho em critérios ESG (Foster et al., 2023).

Ao utilizar a teoria da legitimidade, procura-se compreender de que maneira os esforços das empresas voltados à sustentabilidade ambiental e à responsabilidade social contribuem para o fortalecimento de sua competitividade e para a geração de valor. A recorrência da aplicação dessa teoria na literatura indica que os pesquisadores têm direcionado suas análises para entender como o desempenho ESG influencia a percepção social e o posicionamento das organizações no mercado (Li et al., 2024b).

De modo geral, essas bases teóricas se complementam ao incorporar diferentes abordagens e responder de maneira eficiente às diversas demandas do mercado e da sociedade, proporcionando uma compreensão mais abrangente dos impactos do ESG nas organizações (Li et al., 2024b).

Além disso, a transparência nas informações ESG funciona como um indicativo favorável que atrai investidores e consumidores, contribuindo para a valorização da empresa no mercado (Duan et al., 2023). Dessa forma, um bom desempenho em ESG pode fortalecer os vínculos com os públicos relevantes e elevar a credibilidade social da organização, refletindo em um aumento no valor empresarial (Li et al., 2024b).

Figura 4
Resumo das Teorias

Teoria	Contribuição para o Objetivo da Pesquisa	Fonte
Teoria dos Stakeholders	Justifica a adoção das práticas ESG como forma de criar valor para diferentes públicos, o que pode levar à melhoria do desempenho financeiro.	Silva e Mascena (2024); Li et al. (2021); Jones (1995)
Teoria da Legitimidade	Apoia a ideia de que empresas que investem em ESG fortalecem sua imagem, reputação e legitimidade no mercado, influenciando positivamente seu valor financeiro.	Aboud e Diab (2019); Foster et al. (2023); Li et al. (2024a); Duan et al. (2023)

3.3 Metodologia

Com a finalidade de responder o objetivo deste trabalho, será apresentado neste capítulo os aspectos metodológicos que estão voltados a analisar os efeitos das práticas ESG sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras.

3.3.1 Amostra e coleta de dados

Este estudo terá uma abordagem descritiva e de natureza quantitativa, pois haverá tratamento de variáveis numéricas. A coleta de dados foi realizada a partir de fontes secundárias e os dados com informações relacionadas às práticas ESG como as pontuações gerais e por dimensão ambiental, social e de governança, os indicadores de desempenho financeiro, como Retorno sobre os Ativos, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Q de Tobin e Market-to-Book, e as variáveis de controle como Tamanho da Empresa e Alavancagem Financeira, foram obtidas por meio da plataforma Thomson Reuters Eikon, mas a coleta da Rotatividade de Ativos, foi efetuada através da plataforma Economática.

Após a coleta de dados foi aplicado o filtro para selecionar as empresas com informações disponíveis relacionadas aos aspectos ESG, a amostra resultou em 59 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto e aproximadamente 590 observações, a pesquisa abordou o período de 2015 a 2024, considerando um recorte consistente para analisar as bases de dados ESG.

3.3.2 As variáveis e o modelo econométrico

A pesquisa utilizou procedimentos de estatística descritiva, análise de correlação de Pearson e foram estimados modelos de regressão com dados em painel como estudos anteriores efetuados por Forte et al., 2023, Prado et al., 2024 e Barbosa e Klann, 2023, para investigar as relações e os efeitos entre as variáveis com o objetivo de aprimorar a interpretação e a visualização dos resultados.

No quadro 3 consta o detalhamento das variáveis utilizadas nesta pesquisa e as fontes de estudos anteriores que fundamentam cada elemento. Este estudo tem como variável dependente a performance da empresa composta pelo retorno sobre os ativos que indica o nível de eficiência com que uma empresa utiliza seus ativos para gerar lucro, o retorno sobre patrimônio líquido que analisa a rentabilidade com base no capital próprio dos acionistas e o valor de mercado da empresa foi medido pelo Q de Tobin e Market-to-Book. Juntas, essas métricas oferecem uma visão abrangente da performance financeira da organização (Chaabouni et al., 2025).

O índice ESG é formado a partir de informações referentes às práticas ambientais, sociais e de governança, é possível que o efeito positivo de uma dessas dimensões seja anulado pelo impacto negativo de outra. Por esse motivo, a análise separada das dimensões pode fornecer resultados mais esclarecedores, por isso foi adotado com variáveis explicativas de interesse as pontuações ESG geral e além das sub pontuações individuais. A classificação permite identificar qual a dimensão tem maior impacto no desempenho financeiro e qual variável exerce mais influência (Alareeni & Hamdan, 2020).

As variáveis de controle foram adotadas por ter comprovação de estudos anteriores Alareeni e Hamdan (2020) que influenciam o resultado quando é testado as pontuações ESG e o desempenho financeiro, elas são compostas pelo tamanho da empresa, alavancagem financeira, o giro de ativos e o crescimento de ativos. Essas variáveis são relevantes para controlar o desempenho financeiro e os aspectos estruturais das empresas ao analisar os efeitos das classificações ESG (Chaabouni et al., 2025).

Figura 5

Descrição das Variáveis do Estudo

Variável	Tipo	Métrica	Sigla	Autores
Retorno sobre os ativos	Dependente	Lucro Líquido / Ativo Total	roa	Qureshi et al, 2021 / Buallay,,2019 / Chen et al., 2023/ Alareen e Hamdan, 2020 / López-Toro et al. ,2021 / Forte et al., 2023 / Prado et al., 2024.

Retorno sobre Patrimônio Líquido	Dependente	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	roe	Qureshi et al, 2021 / Buallay,,2019 / Silva e Mascena, 2024 / Alareeni e Hamdan, 2020 / López-Toro et al. ,2021 / Forte et al., 2023 / Prado et al., 2024.
Q de Tobin	Dependente	Passivo Circulante + Valor de mercado do capital / Ativo Total	qt	Buallay, ,2019 / Alareeni e Hamdan, 2020
Market to Book	Dependente	Valor de mercado / Ativo total	mtb	Forte et al.,, 2023 / Qureshi et al, 2021 / Barbosa e Klann, 2023
Pontuação ESG Geral	Independente de Interesse	Classificação do índice ESG	pontge	Qureshi et al., 2021 / Chen et al., 2023/ Alareeni e Hamdan, 2020 /López et al. ,2021 / Silva e Mascena, 2024 / Forte et al., 2023 / Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Pontuação pilar ambiental	Independente de Interesse	Classificação do índice <i>Environmental</i>	ponta	Qureshi et al., 2021 / Alareeni e Hamdan, 2020 / Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Pontuação pilar social	Independente de Interesse	Classificação do índice <i>Social</i>	ponts	Qureshi et al., 2021 / Alareeni e Hamdan, 2020 / Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Pontuação pilar de governança	Independente de Interesse	Classificação do índice <i>Governance</i>	pontgo	Qureshi et al., 2021 / Alareeni e Hamdan, 2020 / Prado et al., 2024 / Barbosa e Klann, 2023.
Tamanho da empresa	Controle	Ativo Total	tame	Alareeni e Hamdan, 2020 / Chen et al., 2023/ Forte et al., 2023 / Prado et al., 2024.
Alavancagem financeira	Controle	Dívida Bruta /Ativo Total	alav	Alareeni e Hamdan, 2020 / Buallay,,2019 / Prado et al., 2024.
Rotatividade de ativos	Controle	Vendas Líquidas / Total de Ativos	rota	Alareeni e Hamdan, 2020
Crescimento de ativos	Controle		cat	Alareeni e Hamdan, 2020

Para analisar a relação entre as pontuações ESG e o desempenho financeiro das empresas, foram estimados quatro modelos gerais, variando conforme a dimensão ESG utilizada como variável explicativa principal. Os modelos foram aplicados para quatro medidas distintas de desempenho: retorno sobre o ativo (roa), retorno sobre o patrimônio líquido (roe), Q de Tobin (qt) e Market-to-Book (mtb).

As variáveis *wltame* (tamanho da empresa), *walav* (alavancagem), *wrota* (giro dos ativos) e *wcat* (crescimento do ativo) foram incluídas como variáveis de controle, conforme literatura empírica prévia.

As variáveis *pontge* (pontuação ESG geral), *ponta* (pontuação ambiental, *ponts* (pontuação social), *pontgo* (pontuação de governança) se referem às variáveis independentes de interesse.

Modelo 1, avalia o efeito da pontuação ESG geral sobre o desempenho financeiro, equações estimadas: *reg1*, *reg5*, *reg9* e *reg13*:

$$\text{Desempenho}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{WLTAME}_{it} + \beta_2 \text{WALAV}_{it} + \beta_3 \text{WROTA}_{it} + \beta_4 \text{WCAT}_{it} + \beta_5 \text{PONTGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 1)

Modelo 2, analisa o efeito da pontuação ambiental (ponta) sobre o desempenho financeiro, equações estimadas: reg2, reg6, reg10 e reg14:

$$\text{Desempenhoit} = \beta_0 + \beta_1 \text{WLTAMEit} + \beta_2 \text{WALAVit} + \beta_3 \text{WROTAit} + \beta_4 \text{WCATit} + \beta_5 \text{PONTAit} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

Modelo 3, verifica o efeito da pontuação social (pontos) sobre o desempenho financeiro, equações estimadas: reg3, reg7, reg11 e reg15:

$$\text{Desempenhoit} = \beta_0 + \beta_1 \text{WLTAMEit} + \beta_2 \text{WALAVit} + \beta_3 \text{WROTAit} + \beta_4 \text{WCATit} + \beta_5 \text{PONTSit} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 3)

Modelo 4, dimensão de Governança: avalia o efeito da pontuação de governança (pontgo) sobre o desempenho financeiro, equações estimadas: reg4, reg8, reg12 e reg16:

$$\text{Desempenhoit} = \beta_0 + \beta_1 \text{WLTAMEit} + \beta_2 \text{WALAVit} + \beta_3 \text{WROTAit} + \beta_4 \text{WCATit} + \beta_5 \text{PONTGOit} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 4)

Para o tratamento dos outliers da amostra, utilizou-se a técnica winsorização, em seguida foi realizado o teste Variance Inflation Fator (VIF) visando identificar a multicolinearidade, e foram realizados o teste de Wooldridge a fim de verificar problemas de autocorrelação e o teste de Wald para identificar heterocedasticidade, após os testes todos os problemas foram corrigidos e as regressões foram estimadas com erros-padrão robustos agrupados por empresa (*cluster robust standard errors*), para garantir maior confiabilidade nas inferências estatísticas. Além disso, para encontrar o modelo adequado para executar as regressões foi realizado o teste de Hausman, onde o resultado para as regressões entre o retorno sobre os ativos e retorno sobre o patrimônio líquido versus as variáveis de interesse ESG, indicou que o melhor modelo é o efeito fixo. O resultado do Q de Tobin e o ESG, indicou que o mais consistente foi o efeito aleatório. E com relação ao Market-to-Book com a pontuação geral e social tiveram como melhor modelo o de efeitos fixos e o Market-to-Book com a pontuação ambiental e de governança teve como melhor modelo o efeito aleatório.

3.4 Resultados

O presente estudo tem como objetivo central analisar os efeitos entre as pontuações ESG (Ambiental, Social e Governança) e o desempenho financeiro de empresas, utilizando como variável dependente o Retorno sobre os Ativos (roa), Retorno sobre o Patrimônio líquido (roe), Q de Tobin (qt) e Market-to-Book (mtb).

3.4.1 Análise descritiva

A tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis estudadas, considerando o número de observações, a média, o desvio-padrão e os valores mínimo e máximo da amostra. Nota-se que o número de observações varia entre 531 e 590, em função da disponibilidade de dados para cada variável.

Tabela 4

Estatísticas Descritivas relacionadas ao desempenho em ESG e desempenho financeiro

Variável	Obs	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
wroa	590	0,02	0,07	-0,10	0,19
wroe	590	0,02	0,16	-0,20	0,69
wqt	590	-0,06	0,56	-1,40	0,70
wmtb	590	-0,72	0,55	-1,12	2,89
pontge	590	56,75	23,87	3,59	99,57
ponta	590	57,53	21,95	8,37	95,19
ponts	590	56,71	28,17	3,87	97,57
pontgo	590	56,19	21,09	7,50	97,57
wltame	590	16,94	1,90	14,74	18,92
walav	590	-0,36	1,78	-0,84	7,80
wrota	590	0,59	0,27	-0,14	1,02
wcat	531	8,82	13,34	-11,01	39,45

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Em relação às medidas de tendência central, verifica-se que os indicadores de rentabilidade (roa e roe) possuem médias próximas de zero, com baixa dispersão, o que sugere relativa estabilidade do desempenho contábil-financeiro entre as empresas da amostra. O Q de Tobin (qt) apresenta valores médios negativos, refletindo particularidades do mercado brasileiro e possíveis distorções entre valor de mercado e valor contábil (Caixe & Krauter, 2014). O índice Market to Book (mtb), por sua vez, apresentou valores positivos, mas com variação significativa entre as companhias.

As variáveis de pontuação ESG apresentam médias em torno de 56 pontos, a maior média se refere a pontuação social, seguida da ambiental e pôr fim a pontuação de governança, com desvio-padrão relativamente elevado, indicando diferenças relevantes no grau de engajamento ambiental, social e de governança entre as empresas analisadas. Já entre as variáveis de controle, observa-se que o tamanho da empresa (tame) apresenta média de aproximadamente 16,90, com baixa dispersão, enquanto a alavancagem (alav) e a rotatividade dos ativos (rota) variam de forma mais moderada. no caso do crescimento dos ativos (cat), nota-se uma amplitude bastante elevada, com valores mínimos negativos e máximos positivos muito

wqt	0.3939*	0.3524*	1.0000									
wmtb	0.5105*	0.3895*	0.9418*	1.0000								
pontge	-0.0441	0.0587	-0.0741	-0.0703	1.0000							
ponta	0.0308	0.1112*	-0.0636	-0.0478	0.8631*	1.0000						
ponts	-0.0228	0.0645	-0.1459*	-0.1164*	0.9211*	0.7578*	1.0000					
pontgo	-0.1133*	-0.0289	0.0041	-0.0353	0.6382*	0.2862*	0.4454*	1.0000				
wltame	-0.0460	0.0241	-0.3285	-0.2710	0.5492*	0.5693*	0.5457*	0.1998*	1.0000			
walav	-0.4559*	-0.1603*	-0.2728*	-0.3681*	0.1168*	0.0443	0.1148*	0.1617*	0.0949*	1.0000		
wrota	0.1570*	0.1860	0.3157*	0.2442*	0.1438	0.1663*	0.0297	0.1747*	-0.0254	-0.0525	1.0000	
wcat	0.2299*	0.3144*	0.1989*	0.2475*	0.0088	-0.0109	0.0213	0.0370	0.0585	0.0923*	-0.0048	1.0000

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

A análise inicial focou nas interações entre os indicadores de desempenho financeiro e as variáveis de controle e interesse, essenciais para a validação do modelo.

O retorno sobre ativos (wroa) apresentou correlação negativa e não significativa com o tamanho da empresa (-0,0460), indicando que a escala não exerce influência relevante sobre a rentabilidade dos ativos. Já a alavancagem financeira (-0,4559*) gerou uma relação negativa, porém, significativa, sugerindo que empresas mais endividadas tendem a apresentar menor retorno. Em contrapartida, o giro de ativos (0,1570*) e o crescimento de ativos (0,2299*) apresentaram correlações positivas e significativas, apontando que maior eficiência operacional e expansão patrimonial estão associadas a retornos mais elevados.

No caso do retorno sobre patrimônio líquido (wroe), a correlação com o tamanho da empresa foi positiva, mas não significativa (0,0241), sinalizando ausência de relação linear relevante. A alavancagem financeira (-0,1603*) mostrou correlação negativa e significativa, sugerindo que maior endividamento reduz a rentabilidade do capital próprio. Já o giro de ativos (0,1860*) e o crescimento de ativos (0,3144*) apresentaram correlações positivas e significativas, indicando que maior eficiência no uso dos recursos e expansão patrimonial contribuem para melhores retornos ao acionista.

Para o Q de Tobin, a correlação com o tamanho da empresa (-0,3285*) foi negativa e significativa, sugerindo que companhias maiores tendem a apresentar menor valorização relativa de mercado. A alavancagem financeira também apresentou correlação negativa e significativa (-0,2728*), indicando que níveis mais altos de endividamento estão associados à menor valor de mercado. Por outro lado, o giro de ativos (0,3157*) e o crescimento de ativos (0,1989*) mostraram correlações positivas e significativas, evidenciando que maior eficiência operacional e expansão patrimonial estão relacionados a uma valorização superior pelo mercado.

No caso do Market-to-Book, observou-se correlação negativa e significativa com o tamanho da empresa (-0,2710*) e com a alavancagem (-0,3681*), indicando que firmas maiores

e mais endividadas tendem a ser menos valorizadas pelo mercado. Em contrapartida, o giro de ativos (0,2442*) e o crescimento de ativos (0,2475*) apresentaram correlações positivas e significativas, sugerindo que a eficiência na utilização dos recursos e a expansão patrimonial contribuem para múltiplos de mercado mais elevados.

A análise mais relevante envolve a relação entre as variáveis dependentes e as independentes de interesse. Esta parte da matriz de correlação é fundamental para avaliar se há alguma indicação de que o desempenho em ESG está associado ao desempenho financeiro.

A análise da matriz de correlação entre os indicadores de desempenho financeiro e a pontuação ESG geral e seus pilares permite observar possíveis associações preliminares entre práticas de sustentabilidade e performance das empresas.

O retorno sobre ativos (wroa) apresentou correlação positiva, mas não significativa, com a pontuação ESG geral (0,0441) e com o pilar ambiental (0,0308), indicando ausência de relação linear relevante. Já com o pilar social (-0,0228) e o de governança (-0,0206), as correlações foram negativas, porém igualmente não significativas. Esses resultados sugerem que, nesta amostra, não há evidência de associação direta entre o desempenho financeiro e as práticas de sustentabilidade avaliadas pelos diferentes pilares do ESG.

No caso do retorno sobre patrimônio líquido (wroe), verificou-se correlação positiva e não significativa tanto com a pontuação ESG geral (0,0857) quanto com os pilares ambiental (0,1112) e social (0,0645), sugerindo uma tendência de associação positiva, ainda que sem significância estatística. Com o pilar governança, a correlação foi praticamente nula e negativa (-0,0078). Assim, os resultados indicam que, de forma descritiva, o desempenho em ESG não está linearmente relacionado ao retorno dos acionistas nesta amostra.

Para o Q de Tobin, a correlação com a pontuação ESG geral foi negativa e não significativa (-0,0741), bem como com os pilares ambiental (-0,0656) e governança (-0,0353). Já o pilar social apresentou indício de correlação negativa em nível de significância marginal de 10% (-0,1459*), sugerindo que empresas com maior desempenho social tendem, nesta análise descritiva, a apresentar menor valorização de mercado em relação aos ativos. Esse resultado pode refletir a percepção de que os custos associados a práticas sociais não são recompensados de imediato pelo mercado.

No caso do Market-to-Book, observou-se correlação positiva, porém não significativa, com a pontuação ESG geral (0,0703), com o pilar ambiental (0,0878) e com o de governança (0,0351). Já o pilar social apresentou correlação negativa (-0,1164), embora sem significância estatística. Dessa forma, não se identificam relações lineares significativas entre esse indicador

de valor de mercado e o desempenho ESG, ainda que haja uma tendência de impacto negativo associado ao pilar social.

Os indicadores de rentabilidade, roa (retorno sobre ativos) e roe (retorno sobre o patrimônio líquido), não se verificam correlações estatisticamente significativas com a pontuação ESG ou com seus pilares ambiental, social e de governança. Os coeficientes encontrados são baixos, próximos de zero, sugerindo ausência de relação linear direta.

Já para os indicadores de valor de mercado, os resultados são distintos. O Q de Tobin apresenta correlação negativa e significativa com o pilar social (-0,146), indicando que, de forma descritiva, empresas com maior desempenho social tendem a apresentar menor valorização de mercado em relação aos seus ativos. Esse resultado pode refletir a percepção de que investimentos no pilar social estão associados a custos adicionais de curto prazo, não imediatamente reconhecidos pelo mercado como geradores de valor. Os demais pilares (ambiental e governança), bem como a pontuação ESG agregada, não mostraram correlações significativas com o Q de Tobin.

E o Market-to-Book, não foram identificadas correlações estatisticamente significativas com os índices ESG, apresentando correlação negativa sem significância estatística com o pilar social.

As pontuações dos pilares ESG apresentaram fortes correlações positivas entre si. A correlação entre a pontuação geral e o pilar social foi de 0.9211*, a mais forte da matriz, indicando que a performance social é um componente principal da pontuação ESG geral; a correlação entre pontuação geral e o pilar ambiental foi de 0.8631*, e entre pontuação geral e o pilar de governança foi de 0.6382*, esses resultados corroboram a expectativa de que os pilares ESG estão interconectados e contribuem para a avaliação geral de sustentabilidade de uma empresa.

Em resumo, a matriz de correlação indica que as variáveis de desempenho se comportam conforme o esperado e que os pilares de ESG estão fortemente correlacionados entre si. No entanto, os resultados não mostram evidência de correlações significativas e diretas entre as pontuações de ESG e as variáveis de desempenho financeiro.

3.4.2 Resultados das regressões e Discussão

Foi necessário o tratamento dos outliers da amostra, utilizou-se a técnica winsorização ao nível de 5% para o retorno sobre os ativos, tamanho da empresa, alavancagem financeira e giro de ativos; ao nível de 7% para o retorno sobre o patrimônio líquido e crescimento de ativos; ao nível de 9% para o market to book; e ao nível de 10% para o Q de Tobin, as variáveis ESG

não apresentaram outliers. Em seguida foi realizado o teste Variance Inflation Fator (VIF) visando identificar a multicolinearidade, mas nenhum dos modelos apresentou esse problema.

Foram realizados o teste de Wooldridge a fim de verificar problemas de autocorrelação e o teste de Wald para identificar heterocedasticidade, após os testes todos os modelos apresentaram os dois problemas e para corrigir as regressões foram estimadas com erros-padrão robustos agrupados por empresa (*cluster robust standard errors*), para garantir maior confiabilidade nas inferências estatísticas.

As análises foram conduzidas por meio de dezesseis modelos de regressão com dados em painel para cada variável dependente em contrapartida com a pontuação geral, ambiental, social e de governança, adicionada das variáveis de controle inseridas em todos os modelos.

Para encontrar o modelo adequado para executar as regressões foi realizado o teste de Hausman, para o Retorno sobre os Ativos e Retorno sobre o Patrimônio Líquido versus as variáveis de interesse ESG, o teste indicou que o melhor modelo é o efeito fixo, uma abordagem útil para controlar características não observáveis das empresas que podem ser constantes ao longo do tempo, garantindo maior robustez aos resultados.

O resultado de Hausman do Q de Tobin e o ESG, indicou que o modelo mais consistente foi o efeito aleatório. O Market-to-Book com a pontuação geral e social tiveram como melhor modelo o de efeitos fixos e o Market-to-Book com a pontuação ambiental e de governança tiveram como melhor modelo o efeito aleatório.

Tabela 7

Regressões das Pontuações ESG e Desempenho Financeiro (ROA e ROE)

Variável	ROA					ROE		
	REG1	REG2	REG3	REG4	REG5	REG6	REG7	REG8
wltame	-0.00218 (0.00862)	-0.00365 (0.00836)	-0.00110 (0.00765)	-0.000755 (0.00807)	0.0284 (0.0233)	0.0202 (0.0245)	0.0263 (0.0226)	0.0269 (0.0194)
walav	-0.151*** (0.0318)	-0.150*** (0.0281)	-0.150*** (0.0305)	-0.149*** (0.0318)	-0.196* (0.106)	-0.208** (0.101)	-0.197* (0.105)	-0.196* (0.106)
wrota	0.193*** (0.0273)	0.191*** (0.0266)	0.194*** (0.0272)	0.194*** (0.0274)	0.513*** (0.0878)	0.506*** (0.0847)	0.510*** (0.0877)	0.509*** (0.0847)
wcat	0.000989*** (0.000162)	0.00100*** (0.000163)	0.000982*** (0.000168)	0.000981*** (0.000165)	0.00330*** (0.000563)	0.00335*** (0.000569)	0.00332*** (0.000572)	0.00333*** (0.000583)
pontge	0.000168 (0.000320)				-0.000617 (0.000811)			
ponta		0.000231 (0.000208)				0.000203 (0.000575)		
ponts			0.0000503 (0.000185)				-0.000403 (0.000590)	
pontgo				0.000206 (0.000303)				-0.000690 (0.000613)
_cons	0.0205	0.0428	0.00741	0.00300	-0.555	-0.454	-0.530	-0.523

	(0.144)	(0.142)	(0.132)	(0.134)	(0.375)	(0.395)	(0.369)	(0.323)
N	531	531	531	531	508	508	508	508
R-sq	0.288	0.289	0.287	0.287	0.254	0.253	0.254	0.255
Adj.R-sq	0.281	0.283	0.281	0.281	0.246	0.245	0.246	0.248

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Os erros padrões estão entre parênteses / * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

A variável tamanho da empresa apresenta uma relação negativa com o roa, regressões 1 a 4 e possui uma relação positiva quando a variável dependente é o roe, regressões 4 a 8. porém as relações não apresentam significância estatística. estes resultados indicam que o tamanho da empresa não é uma variável determinante para o desempenho medido pelo roa e roe. em contraste, os estudos de Alareeni e Hamdan (2020) e Chouaibi et al. (2021) que encontraram uma correlação positiva e significativa, sugerindo que empresas maiores tendem a ter mais ativos e maior eficiência operacional.

Quanto à alavancagem financeira, os resultados exercem um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o roa e o roe. Esse achado indica que altos níveis de endividamento reduzem a rentabilidade, pois as empresas mais endividadas precisam comprometer mais recursos com despesas financeiras. Esses resultados não estão alinhados aos estudos de Alareeni e Hamdan (2020) e de Prado et al. (2024), pois o primeiro apresenta uma relação positiva e argumentam que a relação entre alavancagem e desempenho pode depender das condições de mercado, o segundo estudo não apresentou significância estatística.

No que diz respeito ao giro de ativos os coeficientes encontrados estão positivamente relacionados com o roa e o roe, sendo essa relação estatisticamente significativa. Isso significa que, quanto maior o giro de ativos, maior é a rentabilidade. Esses achados estão em consenso com o trabalho de Alareeni e Hamdan (2020).

Além disso, constatou-se que a variável crescimento de ativos é positivamente significativa com todas as variáveis de desempenho financeiro. Isso significa que a expansão de ativos melhora o desempenho financeiro. Os resultados estão em conformidade com a literatura de Alareeni e Hamdam (2020), exceto para o roe que nos estudos dele deu sem significância e neste apresentou significância.

A pontuação geral revelou uma relação positiva e não significativa em comparação ao ROA e a pontuação geral foi negativa e não significativa em relação ao roe, demonstrando que, embora haja uma tendência de associação inversa entre a pontuação geral e as medidas de desempenho financeiro, não há evidência estatística robusta que confirme tal relação. Esses achados estão alinhados à pesquisa de Prado et al. (2024).

O pilar ambiental teve efeitos positivos e não significativos sobre o roa e o roe. Embora haja uma tendência favorável, ela não é estatisticamente robusta, indicando que o desempenho ambiental pode não se traduzir de forma clara em vantagens financeiras mensuráveis. Esses resultados não significativos estão alinhados aos estudos de Casquel et al. (2024).

O pilar social apresentou uma relação positiva, mas não significativa, em relação ao roa, o que contrasta com o estudo de Qureshi et al. (2021), que obteve resultado positivo e significativo. Em relação ao roe, o pilar social foi negativo e não significativo, o que pode ocorrer porque as empresas envolvidas em práticas sociais enfrentam mais custos e, consequentemente, têm menor desempenho financeiro. Os estudos de Fisher-Vanden e Thorburn (2011) e Prado et al. (2024) também evidenciaram dados não significativos entre responsabilidade social e desempenho financeiro.

O pilar de governança apresentou uma relação positiva e não significativa com o desempenho medido pelo roa, o que pode indicar que um nível mais alto de governança aumenta a eficiência dos ativos. Em relação ao roe, o pilar de governança demonstrou-se negativo e não significativo, sugerindo que a prática de boa governança pode reduzir o retorno sobre o patrimônio líquido devido aos custos associados. Esses achados são consistentes com os estudos de Silva e Mascena (2024) e Prado et al. (2024), que também encontraram resultados não significativos.

O R quadrado ajustado indica que as regressões entre variáveis dependentes e independentes são explicadas com percentuais de aproximadamente 28% para o roa e 24% para o roe.

Tabela 8

Regressões das Pontuações ESG e Valor de mercado (Q de Tobin e Market to Book)

Variável	Q de Tobin					Market to Book		
	REG9	REG10	REG11	REG12	REG13	REG14	REG15	REG16
wltame	-0.217*** (0.0502)	-0.238*** (0.0531)	-0.215*** (0.0463)	-0.218*** (0.0454)	-0.253*** (0.0760)	-0.226*** (0.0557)	-0.261*** (0.0703)	-0.218*** (0.0508)
walav	-0.380 (0.299)	-0.393 (0.299)	-0.370 (0.294)	-0.364 (0.301)	-0.547* (0.309)	-0.719*** (0.261)	-0.550* (0.297)	-0.695*** (0.264)
wrota	0.391*** (0.143)	0.370*** (0.136)	0.388*** (0.144)	0.392 (0.145)	0.193 (0.205)	0.272* (0.156)	0.181 (0.205)	0.281* (0.161)
wcat	0.00639*** (0.00139)	0.00635*** (0.00138)	0.00639*** (0.00140)	0.00640*** (0.00140)	0.00663*** (0.00154)	0.00693*** (0.00157)	0.00671*** (0.00159)	0.00687*** (0.00161)
pontge	-0.000650 (0.00257)				-0.00262 (0.00297)			
ponta		0.00110 (0.00181)				0.000309 (0.00181)		
ponts			-0.000914 (0.00178)				-0.00178 (0.00179)	

pontgo				-0.00128 (0.00157)				-0.00107 (0.00144)
_cons	4.575*** (0.836)	4.849*** (0.895)	4.555*** (0.796)	54.613*** (0.797)	5.209*** (1.306)	4.614*** (0.966)	5.308*** (1.254)	4.537*** (0.901)
N	531	531	531	531	531	531	531	531
R-Sq	0,183	0,181	0,184	0,186	0.244	0,231	0.244	0,235
adj. R-Sq					0.237		0.237	

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Legenda das variáveis: wltame: tamanho da empresa com log winsorizada; walav: alavancagem financeira winsorizada; wrota: giro ou rotatividade de ativos winsorizada; wcat: crescimento de ativos winsorizada. pontge: pontuação ESG geral; ponta: pontuação ambiental; ponts: pontuação social; pontgo: pontuação de governança. Os erros padrões estão entre parênteses / * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

A variável tamanho da empresa apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o Q de Tobin e o Market-to-Book. Isso sugere que empresas de maior porte tendem a ter menor eficiência operacional na utilização dos ativos, e são percebidas pelo mercado como organizações mais consolidadas e com menor potencial de crescimento futuro. Em contraste, os estudos de Alareeni e Hamdan (2020) mostraram uma correlação positiva e significativa entre o tamanho da empresa e o Q de Tobin, sugerindo que empresas maiores são percebidas com potencial de crescimento.

A alavancagem financeira exerce um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o Q de Tobin e o Market-to-Book. Esse achado sugere que altos níveis de endividamento reduzem o valor da firma no curto prazo.

O giro de ativos está positivamente correlacionado com o Q de Tobin e o Market-to-Book, e essa relação é estatisticamente significativa em quase todas as regressões, exceto nas regressões 12, 13 e 15. Isso significa que quanto maior o giro de ativos, maior o valor de mercado das empresas. Esses achados estão em consenso com o trabalho de Alareeni e Hamdan (2020).

Também foi constatado que o crescimento (expansão de ativos) é positivamente significativo com o Q de Tobin e o Market-to-Book, o que sugere que a expansão de ativos melhora o valor de mercado das empresas. Os resultados estão em conformidade com a literatura de Alareeni e Hamdan (2020).

A análise das variáveis ESG mostra que a pontuação geral é negativa e não significativa em relação ao Q de Tobin e ao Market-to-Book. Os estudos de Casquel et al. (2024) demonstraram a mesma relação negativa, porém significativa.

O pilar ambiental evidenciou efeitos positivos e não significativos sobre o Q de Tobin e o Market-to-Book. Embora exista uma tendência favorável, ela não é estatisticamente robusta, mas está alinhada aos estudos de Casquel et al. (2024).

O pilar social apresentou resultado negativo e não significativo em relação ao Q de Tobin e ao Market-to-Book, o que pode ocorrer porque as empresas com mais práticas socialmente responsáveis sofrem com mais custos financeiros e têm menor desempenho financeiro. Conforme os estudos de Casquel et al. (2024) que apresentaram uma relação negativa, porém significativa.

O coeficiente do pilar de governança apresentou uma relação negativa e não significativa em relação ao Q de Tobin e ao Market-to-Book. Isso significa que a prática de boa governança pode reduzir o valor de mercado da empresa devido ao custo de praticar e divulgar informações relacionadas à governança. Esse resultado é consistente com os estudos de Casquel et al. (2024).

O R quadrado ajustado indica que as regressões entre variáveis dependentes e independentes são explicadas com percentuais de aproximadamente 18% para o Q de Tobin e 23% para o Market-to-Book.

As regressões apresentadas sugerem que para a amostra no período analisado e metodologia utilizada, o investimento nas áreas ESG, seja de forma agregada ou por pilar, não são determinantes do desempenho financeiro, pois, não foram observados ganhos financeiros mensuráveis, indicando que embora as práticas ESG possam ter outros benefícios não financeiros, não se traduzem diretamente em um aumento no aspecto financeiro das empresas.

Em contrapartida, as variáveis de controle demonstram um papel importante na explicação das variáveis dependentes, reforçando a importância delas nos modelos e que a gestão financeira e operacional continua a ser o pilar do desempenho de uma empresa.

Neste estudo, foram considerados os três pilares ESG conforme disponibilizados pela plataforma Thomson Reuters para buscar compreender como as práticas de sustentabilidade impactam o desempenho empresarial, de acordo com os resultados é possível identificar os resultados empíricos, obtidos por meio de modelos de regressão, indicam que os efeitos dos pilares ESG sobre indicadores como Roa, Roe, Q de Tobin e Market-to-Book foram, em sua maioria, positivos, porém estatisticamente não significativos.

Diante disso, é possível inferir que, de modo geral, os investidores não atribuem relevância significativa a esses fatores na avaliação das companhias. Apesar do crescente discurso em torno da importância da sustentabilidade corporativa, as práticas ESG ainda não exercem influência efetiva sobre a percepção de valor dos investidores, ao menos no contexto e período analisados. Tal resultado pode refletir tanto uma possível dificuldade do mercado em

incorporar variáveis não financeiras em suas análises quanto limitações na forma como as informações ESG são mensuradas, divulgadas ou compreendidas.

Nesse contexto, é importante destacar que os investidores constituem stakeholders estratégicos das companhias listadas em bolsa e possuem potencial para influenciar de maneira relevante a formulação e a implementação das políticas de sustentabilidade corporativa (Miralles-Quirós et al., 2018).

Embora estudos como o de Alareeni e Hamdan (2020), Barbosa e Klann (2023) e Forte et al. (2023), tenham identificado relações positivas e estatisticamente significativas entre os fatores ESG e o desempenho financeiro, este trabalho identifica resultados não significativos, o que evidencia a complexidade envolvida nessa relação. Tal ambiguidade destaca a presença de uma configuração diversa de fatores que influenciam os resultados, exigindo abordagens analíticas mais refinadas e contextualmente sensíveis.

Diante disso, torna-se relevante investigar as possíveis causas dessa diferença, especialmente quando os resultados atuais contrastam com achados anteriores. A configuração diversa de fatores que permeia a interação entre variáveis ESG e desempenho financeiro reforça a necessidade de estudos adicionais, que considerem diferentes metodologias, setores econômicos e contextos institucionais para uma compreensão mais abrangente do fenômeno.

Tal suposição pode refletir um desalinhamento entre os pressupostos teóricos da teoria das partes interessadas, da legitimidade e da realidade observada no mercado financeiro. Sendo assim, é importante destacar as possíveis razões para essa ausência de relação, que pode indicar: uma visão de curto prazo por parte dos investidores, que tendem a priorizar resultados financeiros imediatos em detrimento de benefícios sustentáveis de longo prazo e o fato de que os benefícios do ESG podem se manifestar de formas não quantificáveis por métricas financeiras tradicionais; falta de maturidade nas métricas ESG utilizadas, o que limita sua utilidade como ferramenta de avaliação de desempenho; a imaturidade do mercado em precificar os riscos e benefícios do ESG; o período de tempo da amostra; ou uma possível lacuna entre as práticas ESG efetivamente adotadas pelas empresas e as informações divulgadas nos relatórios de sustentabilidade de países emergentes, o que compromete a transparência e a comparabilidade necessárias à tomada de decisão dos investidores.

Apesar do crescente interesse em ESG, os resultados deste estudo rejeitaram a hipótese 1, pois, não existe uma relação causal positiva e estatisticamente significativa entre ESG e o desempenho financeiro para a amostra abordada, então respondendo ao objetivo desta pesquisa os efeitos das práticas ESG sobre o desempenho financeiro não são evidentes.

Mesmo as empresas não tendo obrigação de divulgar informações sobre ESG, no período da amostra analisada, as demandas por transparência em relação ao desempenho não financeiro das empresas têm aumentado, impulsionadas por stakeholders cada vez mais conscientes da importância da publicação, o que reforça a necessidade de divulgação de informações ambientais, sociais e de governança (ESG) (Vale et al., 2024).

3.5 Conclusão

O objetivo da pesquisa foi analisar os efeitos das pontuações ESG geral e individuais dos pilares ambiental, social e de governança no desempenho financeiro, bem como seu efeito no valor de mercado. Os resultados desta pesquisa indicaram que não há evidências estatisticamente significativas de que as práticas ESG impactem diretamente o desempenho financeiro ou o valor de mercado das empresas brasileiras analisadas rejeitando a hipótese 1. Esse achado sugere que, no contexto estudado, o ESG não atua como um mecanismo de geração direta de retorno financeiro, o que desafia a narrativa predominante na literatura internacional.

À luz da Teoria das Partes Interessadas, esses resultados não invalidam a relevância das práticas ESG, mas indicam que seus efeitos podem se manifestar de forma indireta e não financeira. Conforme essa abordagem teórica, o atendimento às demandas dos diversos stakeholders contribui para o fortalecimento das relações organizacionais, para a redução de conflitos e para o aumento da confiança e da transparência, elementos que favorecem a sustentabilidade organizacional no longo prazo, ainda que tais benefícios não se traduzam imediatamente em indicadores financeiros tradicionais.

A Teoria da Legitimidade oferece uma explicação consistente para os achados obtidos, pois no contexto brasileiro, marcado pela ausência de obrigatoriedade ampla na divulgação de informações ESG e por um ambiente institucional em consolidação, a adoção dessas práticas pode estar mais associada à busca por aceitação social, conformidade normativa e manutenção da legitimidade perante investidores, reguladores e sociedade, do que à maximização do desempenho financeiro de curto prazo.

Assim, os resultados sugerem que as empresas podem estar utilizando o ESG predominantemente como um instrumento de legitimação institucional e alinhamento às expectativas sociais, e não como uma estratégia orientada à obtenção imediata de ganhos financeiros. Essa interpretação reforça a ideia de que os benefícios do ESG, no contexto analisado, tendem a ser de natureza reputacional e institucional, em consonância com os pressupostos das teorias dos stakeholders e da legitimidade.

Esta pesquisa evidencia que a relação entre ESG e desempenho financeiro é mais complexa e sutil do que a literatura sugere, e para o caso analisado, os fundamentos financeiros tradicionais continuam sendo os principais impulsionadores do desempenho.

As divergências observadas em relação aos estudos que obtiveram resultados significativos podem ser atribuídas a fatores como diferenças metodológicas, contextos institucionais dos países, técnicas estatísticas empregadas e demais particularidades das amostras, o que dificulta a formulação de conclusões generalizáveis sobre a relação entre ESG e desempenho financeiro.

Independentemente dos resultados obtidos, esta pesquisa busca incentivar a adoção e o aprimoramento de práticas ESG, contribuindo para que a empresa estabeleça uma reputação positiva em relação à sustentabilidade e, assim, conquiste a confiança de seus usuários, aplicando a teoria dos *stakeholders* e da legitimidade.

3.6 Limitações

Pode-se considerar como uma das limitações o fator tempo, já que a relação entre ESG e desempenho financeiro é estabelecida na literatura como tempo de longo prazo, enquanto os dados desta amostra capturaram apenas o recorte temporal de dez anos, com a intenção de verificar se o comportamento das pontuações ESG e do desempenho financeiro cresciam juntos, mas constatou-se que o aumento ocorreu evidentemente na melhoria das práticas ESG e o desempenho financeiro permaneceu sem alterações relevantes.

Outra limitação é referente a escolha das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto com informações disponíveis na plataforma da Thomson Reuters relativas às pontuações ESG, pois após o filtro a amostra foi composta por aproximadamente 8,65% das empresas brasileiras listadas na B3, resultando em apenas 59 empresas. Ocorre que a base de dados da Thomson Reuters contempla apenas empresas que divulgam informações mínimas relacionadas às dimensões ambientais, sociais e de governança em seus relatórios anuais, formulários de referência ou relatórios de sustentabilidade. No contexto brasileiro, a divulgação de indicadores ESG ainda não é obrigatória, sendo realizada de forma voluntária e concentrada em companhias de maior porte ou com maior exposição a investidores internacionais. Assim sendo, a maioria das empresas listadas na B3 ainda não apresenta dados sistematizados sobre ESG, o que justifica a restrição da amostra a 59 companhias não financeiras de capital aberto.

3.7 Sugestão de trabalhos futuros

Analisar a relação entre os aspectos ESG e o desempenho das empresas em outros contextos, como em países com regulamentação mais rígida ou em setores específicos, para verificar a consolidação dos resultados.

4 CONCLUSÃO GERAL

Este estudo, está dividido em dois trabalhos complementares, buscou-se oferecer uma análise aprofundada sobre o cenário ESG no Brasil, investigando tanto sua relação com o desempenho financeiro das empresas quanto a influência das características do conselho de administração sobre as práticas de ESG. As descobertas, embora distintas, complementam e oferecem uma visão ampla sobre o tema.

O primeiro trabalho, demonstrou que as características do conselho de administração são determinantes para o avanço das práticas ESG, os resultados indicaram que conselhos com maior independência e diversidade de gênero alcançam um melhor desempenho nos pilares social e de governança. Essa descoberta corrobora a teoria de que um conselho com essas características promove maior transparência e prestação de contas, essenciais para uma governança corporativa robusta. Em contrapartida, o tamanho do conselho e a dualidade do CEO não demonstraram ter um efeito significativo sobre o desempenho ESG.

Por outro lado, o segundo trabalho investigou a relação entre a pontuação geral e os pilares ESG sobre o desempenho financeiro, concluiu que para a amostra de empresas brasileiras analisadas, não foi possível identificar uma relação estatisticamente significativa. Esse resultado desafia a narrativa de que o investimento em ESG gera um retorno financeiro direto, sugerindo que no contexto brasileiro, onde a divulgação de dados ESG ainda é voluntária e concentrada em grandes empresas, os fundamentos financeiros tradicionais continuam sendo os principais impulsionadores do desempenho, dessa maneira, essa descoberta reforça que os benefícios das práticas de sustentabilidade podem ser não financeiros, como o fortalecimento da reputação e da confiança junto aos *stakeholders*.

Em conjunto, as conclusões dos dois trabalhos trazem uma importante contribuição para a literatura ao evidenciar um processo em duas etapas no contexto brasileiro. A pesquisa sugere que um conselho de administração com características alinhadas às melhores práticas de governança é o catalisador para a adoção e aprimoramento de práticas ESG efetivas e, embora essas práticas ainda não se traduzam em um impacto financeiro direto e estatisticamente significativo, elas cumprem um papel fundamental na construção de valor a longo prazo por meio de benefícios não financeiros, como a confiança dos stakeholders e a legitimidade da empresa.

Dessa forma, conclui-se que o fortalecimento da governança corporativa por meio de conselhos independentes e diversos é a via principal para o desenvolvimento das práticas ESG no Brasil e ao priorizarem essas práticas, as empresas não só promovem o crescimento

sustentável de forma gradual, mas também se posicionam de forma estratégica para um futuro onde a sustentabilidade será cada vez mais integrada aos fundamentos de valor.

4.1 Implicações regionais

As evidências empíricas apresentadas oferecem implicações regionais relevantes para o contexto regional brasileiro, contribuindo para a compreensão de como as práticas de governança corporativa e ESG se manifestam em um mercado emergente caracterizado por assimetrias institucionais, divulgação voluntária de informações socioambientais e elevada heterogeneidade setorial. Ao focar exclusivamente em empresas brasileiras listadas na B3, o estudo avança em relação à literatura predominante, que frequentemente adota abordagens em múltiplos países, permitindo uma análise mais sensível às especificidades econômicas, regulatórias e institucionais do país.

Sob a perspectiva prática das características do conselho de administração, os resultados fornecem subsídios importantes para empresas brasileiras que buscam alinhar suas estruturas de governança às melhores práticas de sustentabilidade. O fortalecimento da independência do conselho, a promoção da diversidade e a criação de comitês específicos de ESG, preferencialmente liderados por conselheiros independentes, emergem como mecanismos capazes de impulsionar o desempenho ESG, sobretudo no pilar de governança, contribuindo para o crescimento sustentável no contexto regional.

Por outro lado, ao analisar a relação entre ESG e desempenho financeiro, não foi possível identificar uma relação estatisticamente significativa entre as pontuações ESG e as métricas financeiras e de valor de mercado. Essa evidência sugere que, no contexto brasileiro, o engajamento em práticas ESG pode implicar custos operacionais adicionais e realocação de recursos que, no curto prazo, não se refletem diretamente em melhores resultados financeiros. Ainda assim, práticas inadequadas nas dimensões ambiental, social e de governança podem comprometer a reputação corporativa e a percepção de legitimidade organizacional, conforme argumenta a teoria da legitimidade.

Nesse sentido, os resultados reforçam a relevância de estudos focados em contextos específicos, uma vez que a relação entre ESG e desempenho financeiro pode variar conforme características institucionais, setoriais e regionais. Em mercados emergentes como o Brasil, diferenças nas condições legais, ambientais e econômicas tornam a mensuração dos impactos do ESG mais desafiadora, especialmente diante da heterogeneidade das práticas adotadas pelas empresas.

Em conjunto, as implicações regionais desta dissertação indicam que o desenvolvimento das práticas ESG no Brasil ocorre de forma gradual e em um processo em duas etapas, no qual a governança corporativa, especialmente a composição e a independência do conselho de administração, atua como elemento catalisador. Embora os retornos financeiros diretos ainda não se mostrem estatisticamente significativos, o fortalecimento das práticas ESG desempenha papel estratégico na construção de valor de longo prazo, contribuindo para o desenvolvimento econômico e social da região e para a consolidação da legitimidade das empresas brasileiras perante seus stakeholders.

REFERÊNCIAS

- About, A., & Diab, A. (2019). The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings: The implications of recent political volatility in Egypt. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(3), 498–520. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2018-0167>.
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>.
- Ali, M., Kulik, C. T., & Metz, I. (2011). The gender diversity–performance relationship in services and manufacturing organizations. *The International Journal of Human Resource Management*, 22(7), 1464–1485. <https://doi.org/10.1080/09585192.2011.561961>.
- Amara, T., & Ahmadi, A. (2024). The ESG performance in relation to the board of directors' characteristics and sustainability incentives: A cross-national study. *Montenegrin Journal of Economics*, 20(4), 27–37. [https://doi.org/10.35609/gcbssproceeding.2022.2\(23\)](https://doi.org/10.35609/gcbssproceeding.2022.2(23)).
- Ahmad, N. B. J., Rashid, A., & Gow, J. (2017). CEO duality and corporate social responsibility reporting: Evidence from Malaysia. *Corporate Ownership and Control*, 14(2), 69–81. <https://doi.org/10.22495/cocv14i2art7>.
- Ahmed, M. M. A. (2023). The relationship between corporate governance mechanisms and integrated reporting practices and their impact on sustainable development goals: Evidence from South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 31(6), 1919–1965. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2022-1706>.
- Ahmed, B., Akbar, M., Sabahat, T., Ali, S., Hussain, A., Akbar, A., & Xie, H. (2021). Does firm life cycle impact corporate investment efficiency? *Sustainability*, 13(1), 197. <https://doi.org/10.3390/su13010197>.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027–1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>.
- Barbosa, I. de S., & Klann, R. C. (2023). Efeitos do desempenho ambiental, social e de governança na relevância das informações contábeis de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 20(54), 1–15. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2023.e86044>.
- Birindelli, G., Dell'Atti, S., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2018). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 10(12), 4699. <https://doi.org/10.3390/su10124699>.

- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). The relation between corporate governance and market value: Mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, 11(1), 90–110. <https://doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.5>.
- Campos Filho, E. S., & Oliveira, E. C. (2023). As dimensões ESG aplicadas ao agronegócio: Uma revisão sistemática de literatura. *Revista de Gestão e Secretariado*, 14(11), 20304–20326. <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i11.3039>.
- Casquel, J. M., Povedano, R., Santos, L. H. D., Belli, M. M., & Gaio, L. E. (2024). ESG index impact on the performance of education sector companies. *Revista de Administração da UFSM*, 17(2), e10. <https://doi.org/10.5902/1983465986171>.
- Castro, C. de M. (1976). *Estrutura e apresentação de publicações científicas*. McGraw-Hill.
- Cavalcante, D. S., & Bandeira, J. M. N. (2023). Relações entre os conselhos de administração e os aspectos ambientais, sociais e de governança nas empresas brasileiras listadas na B3. *Revista Gestão em Análise*, 13(1), 7–23. <https://doi.org/10.12662/2359-618xregea.v13i1.p7-23.2024>.
- Chaabouni, I., Ben Mbarek, N., & Ayadi, E. (2025). Do ESG risk scores and board attributes impact corporate performance? Evidence from Saudi-listed companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(2), 83. <https://doi.org/10.3390/jrfm18020083>.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>.
- Cheng, E. C. M., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262–289. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.07.001>.
- Chouaibi, S., Chouaibi, Y., & Zouari, G. (2021). Board characteristics and integrated reporting quality: evidence from ESG European companies. *EuroMed Journal of Business*, 17(4), 425–447. <https://doi.org/10.1108/EMJB-11-2020-0121>.
- Creswell, J. W. (2010). *Projeto de pesquisa: Métodos qualitativo, quantitativo e misto* (3rd ed.). Artmed.
- Dakhli, A. (2021). Does financial performance moderate the relationship between board attributes and corporate social responsibility in French firms?. *Journal of Global Responsibility*, 12(4), 373–399. <https://doi.org/10.1108/JGR-02-2021-0016>.
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>.

- Ding, H., Wang, Z., Xu, H., & Lin, Z. (2024). A Study on the Impact of Board Characteristics on the Environmental, Social, and Governance (ESG) Responsibilities of Listed Companies—Evidence from Chinese Listings. *Sustainability*, 16(23). <https://doi.org/10.3390/su162310490>.
- Disli, M., Yilmaz, M. K., & Mohamed, F. F. M. (2022). Board characteristics and sustainability performance: empirical evidence from emerging markets. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(4), 929-952. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2020-0313>.
- Duan, Y., Yang, F., & Xiong, L. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and firm value: Evidence from Chinese manufacturing firms. *Sustainability*, 15(17), 12858. <https://doi.org/10.3390/su151712858>.
- Elsayed, K., & Paton, D. (2005). The impact of environmental performance on firm performance: static and dynamic panel data evidence. *Structural change and economic dynamics*, 16(3), 395-412. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2004.04.004>.
- Emeka-Nwokeji, N., & Osisioma, B. C. (2019). Sustainability disclosures and market value of firms in emerging economy: evidence from Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 7(3), 1-19.
- Endrikat, J., De Villiers, C., Guenther, T. W., & Guenther, E. M. (2021). Board characteristics and corporate social responsibility: A meta-analytic investigation. *Business & Society*, 60(8), 2099-2135. <https://doi.org/10.1177/0007650320930638>.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>.
- Farias, A. J., & Barreiros, N. (2021). Análise da adoção da ASG (ambiente, social e governança) no mercado brasileiro e internacional. *Revista de Direito Internacional e Globalização Econômica*, 7(7), 38–52. <https://doi.org/10.23925/2526-6284/2020.v7n7.54931>.
- Fisher-Vanden, K., & Thorburn, K. S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430–445. <https://doi.org/10.1016/j.jeem.2011.04.003>.
- Forte, H., Crisóstomo, V. L., & Neto, L. L. G. (2024). Influência das práticas ambientais, sociais e de governança sobre o desempenho das empresas brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 18(3). <https://doi.org/10.5902/1983465986555>.
- Foster, B. P., Manikas, A. S., & Kroes, J. R. (2023). Which diversity measures best capture public company value?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(1), 236–247. <https://doi.org/10.1002/csr.2351>.
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A stakeholder approach to strategic management. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.1111/b.9780631218616.2006.00007.x>.

- Gil, A. C. (1999). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (5th ed.). Atlas.
- Ginglinger, E., & Moreau, Q. (2023). Climate risk and capital structure. *Management Science*, 69(12), 7492-7516. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.4952>.
- Govindan, K., Kilic, M., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2021). Drivers and value-relevance of CSR performance in the logistics sector: a cross-country firm-level investigation. *International Journal of Production Economics*, 231, 107835. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107835>.
- Gungor, N., & Seker, Y. (2022). The relationship between board characteristics and ESG performance: Evidence from the oil, gas and coal sector. *Stratejik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 6(1), 17–37. <https://doi.org/10.30692/sisad.1073684>.
- Grau-Grau, A., Branco, M., & Bel-Oms, I. (2025). Board characteristics and stakeholder engagement and ESG performance: The relevance of European gender parity. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 32(3), 3193–3209. <https://doi.org/10.1002/csr.3082>.
- Husted, B. W., & Sousa-Filho, J. M. de. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437. <https://doi.org/10.2307/258852>.
- Kim, J., Chung, S., & Park, C. (2013). Corporate social responsibility and financial performance: The impact of the MSCI ESG ratings on Korean firms. *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, 14(11), 5586–5595. <https://doi.org/10.5762/KAIS.2013.14.11.5586>.
- Kim, H.-J., & Yang, O.-S. (2025). Linking ESG Management to Corporate Success: The Influence of Board Composition. *Sustainability*, 17(3), 819. <https://doi.org/10.3390/su17030819>.
- Kolbel, J. F., Busch, T., & Jancso, L. M. (2017). How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk. *Strategic Management Journal*, 38(11), 2266–2284. <https://doi.org/10.1002/smj.2647>.
- Kolling, G. J., Andrade, G. S., & Peixoto, M. R. (2022). ESG: Empreendedorismo sustentável e as perspectivas da indústria 4.0 no agronegócio. *Direito, Negócios & Sociedade*, 2(3), 20–31.

- Kweh, Q. L., Ahmad, N., Ting, I. W. K., Zhang, C., & Hassan, H. (2019). Board gender diversity, board independence and firm performance in Malaysia. *Institutions and Economies*, 11(2), 1–20.
- Lakatos, E. M., & Marconi, M. de A. (2003). *Fundamentos de metodologia científica* (5th ed.). Atlas.
- Li, G., Abdullah, M., & Hassan, M. S. (2024a). Board Characteristics and ESG Disclosure: A Systematic Literature Review. *Journal of Accounting and Governance*, 22, 165–178. <http://dx.doi.org/10.17576/AJAG-2024-22-12>.
- Li, P., Zhou, R., & Xiong, Y. (2020). Can ESG performance affect bond default rate? Evidence from China. *Sustainability*, 12(7), 2954. <https://doi.org/10.3390/su12072954>.
- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13, 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>.
- Li, X., Saat, M. M., Khatib, S. F., & Liu, Y. (2024b). Sustainable development and firm value: How ESG performance shapes corporate success—A systematic literature review. *Business Strategy & Development*, 7(4), e70026. <https://doi.org/10.1002/bsd2.70026>.
- López-Toro, A. A., Sánchez-Teba, E. M., Benítez-Márquez, M. D., & Rodríguez-Fernández, M. (2021). Influence of ESGC indicators on financial performance of listed pharmaceutical companies. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(9), 4556. <https://doi.org/10.3390/ijerph18094556>.
- Luoma, P., & Goodstein, J. (1999). Stakeholders and corporate boards: Institutional influences on board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 42(5), 553–563. <https://doi.org/10.2307/256976>.
- Madsen, P. M., & Rodgers, Z. J. (2015). Looking good by doing good: The antecedents and consequences of stakeholder attention to corporate disaster relief. *Strategic Management Journal*, 36(5), 776–794. <https://doi.org/10.1002/smj.2246>.
- Makridou, G., Doumpos, M., & Lemonakis, C. (2024). Relationship between ESG and corporate financial performance in the energy sector: Empirical evidence from European companies. *International Journal of Energy Sector Management*, 18(4), 873–895. <https://doi.org/10.1108/IJESM-01-2023-0012>.
- Mendiratta, A., Singh, S., Yadav, S. S., & Mahajan, A. (2023). When do ESG controversies reduce firm value in India?. *Global Finance Journal*, 55, 100809. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100809>.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>.
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., Nagati, H., & Chtioui, T. (2019). ESG performance and market value: The moderating role of employee representation on the board. *The International*

- Journal of Human Resource Management*, 32(14), 3061–3087. <https://doi.org/10.1080/09585192.2019.1629989>.
- Ortas, E., Álvarez, I., Jaussaud, J., & Garayar, A. (2015). The impact of institutional and social context on corporate environmental, social and governance performance of companies committed to voluntary corporate social responsibility initiatives. *Journal of Cleaner Production*, 108, 673–684. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.06.089>.
- Oyinlola, B. (2025). Do CEO and board characteristics matter in the ESG performance of their firms?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 25(8), 21–39. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2024-0052>.
- Pasquini-Descomps, H., & Sahut, J. M. (2013). ESG impact on a firm's performance in Switzerland. *Researchgate.Net*. https://www.researchgate.net/publication/248392697_ESG_Impact_on_a_Firm's_Performance_in_Switzerland.
- Pinheiro, P., & Sarmento, M. (2023). Does the board of directors affect corporate social responsibility performance? Insights from an SEM-PLS approach. *Dirección y Organización*, 42–59. <https://doi.org/10.37610/dyo.v0i80.642>.
- Pinheiro, A. B., Santos, J. P., Silva, M. C., & Oliveira, L. T. (2024). The impact of board composition on ESG performance: Comparing results from symmetrical and asymmetrical approaches. *Business Strategy & Development*, 7(3), e424. <https://doi.org/10.1002/bsd2.424>.
- Ponnu, C. H. (2008). Corporate governance structures and the performance of Malaysian public listed companies. *International Review of Business Research Papers*, 4(2), 217–230. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x>.
- Popov, K., & Makeeva, E. (2022). Relationship between board characteristics, ESG and corporate performance: A systematic review. *Journal of Corporate Finance Research*, 16(4), 119–134. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.119-134>
- Prado, A. G. S., Leite, J. R. C., Morais, M. A. O., De Lima, J. L. A., De Morais, L. N., De Lima, C. T. A., Alves, A. G. S. D., & Júnior, A. B. (2024). The influence of ESG criteria on the performance of economic and financial indicators: Evidence and impacts. *Aracê*, 6(4), 18325–18348.
- Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16, 160–177. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00678.x>.
- Qureshi, M. A., et al. (2021). Do ESG endeavors assist firms in achieving superior financial performance? A case of 100 best corporate citizens. *SAGE Open*, 11(2), 21582440211021598. <https://doi.org/10.1177/21582440211021598>.
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: An international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218–237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>.

- Sibarani, S. (2023). ESG (environmental, social, and governance) implementation to strengthen business sustainability: Pt. Migas–North Field. *European Journal of Business and Management Research*, 8(1), 147–150. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2023.8.1.1798>
- Silva, L. N. F., & Santos, M. B. S. (2018). Formação e desenvolvimento do Triângulo Mineiro: Aspectos econômicos, educacionais e tecnológicos. *Economia & Região*, 6(1), 81–105. <https://doi.org/10.5433/2317-627X.2018v6n1p81>
- Silva, F. É. da, & Mascena, K. M. C. de. (2024). The relationship between ESG and financial performance in Brazilian companies. *Revista de Administração da UFSM*, 17(4), e3. <https://doi.org/10.5902/1983465986555>.
- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *Revista Internacional de Comércio, Economia e Finanças*, 7(3), 67. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Trepongkaruna, S., Kyaw, K., & Jiraporn, P. (2024). ESG controversies and corporate governance: Evidence from board size. *Business Strategy and the Environment*, 33(5), 4218–4232. <https://doi.org/10.1002/bse.3697>.
- Vale, J., Santos, A., Tavares, M. C., & Bertuzi, R. (2024). Voluntary social disclosure in an emerging country: The case of Brazil. *Administrative Sciences*, 14(12), 1–18. <https://doi.org/10.3390/admsci14120339>.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). *ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020*. NYU Stern Center for Sustainable Business.
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?. *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>.
- Zeng, L., & Jiang, X. (2023). ESG and corporate performance: Evidence from agriculture and forestry listed companies. *Sustainability*, 15(8), 6723. <https://doi.org/10.3390/su15086723>.
- Zhang, D., & Liu, L. (2022). Does ESG performance enhance financial flexibility? Evidence from China. *Sustainability*, 14(18), 11324. <https://doi.org/10.3390/su141811324>.
- Zhu, B., & Wang, Y. (2024). Does social trust affect firms' ESG performance?. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103153. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103153>.