



## As práticas ESG de hoje influenciam o valor da firma de amanhã? Evidências do contexto brasileiro

**Área Temática:** Contabilidade e Desenvolvimento Sustentável  
DOI: <https://doi.org/10.29327/1680956.11-20>

### **José Emmanuel dos Santos**

Universidade Federal de Pernambuco  
emmanuel.santos.contato@gmail.com

### **Camila Bezerra Correia Neves**

Universidade Federal de Pernambuco  
CAMILA.BCNEVES@ufpe.br

### **Joséte Florencio dos Santos**

Universidade Federal de Pernambuco  
josete.santos@ufpe.br

### **João Guilherme de Santana Brandão**

Universidade Federal de Pernambuco  
joao.guilhermeb@ufpe.br

### **Jonatas Guilherme Ferraz dos Santos Oliveira**

Universidade Federal de Pernambuco  
Jonatas.ferraz@ufpe.br

### **Resumo**

Este estudo investiga a relação entre o desempenho Ambiental, Social e de Governança (ESG) e a performance financeira futura de empresas listadas no Brasil. Utilizando dados em painel de 2010 a 2023 e scores da Refinitiv, o trabalho emprega regressões com Efeitos Fixos para analisar o impacto das dimensões ESG no Retorno sobre Ativos (ROA) e no Q de Tobin, ambos mensurados no período subsequente. Os resultados para o desempenho contábil revelam uma relação estatisticamente não significativa, sugerindo que as práticas de ESG não impactam a rentabilidade operacional de curto prazo. Em contrapartida, a análise do desempenho de mercado, revela que o score ESG está associado a um menor valor de mercado futuro (Q de Tobin). Esta dissonância sugere que, enquanto as práticas ESG são operacionalmente neutras, o mercado de capitais brasileiro, no período analisado, parece percebê-las como um custo que drena valor, penalizando as empresas em sua avaliação. O estudo contribui ao demonstrar a desconexão entre o desempenho contábil e a percepção de mercado sobre o ESG no Brasil.

**Palavras-chave:** ESG. Desempenho financeiro. Sustentabilidade.

## 1 INTRODUÇÃO

As questões socioambientais fazem parte da pauta de exigências dos investidores e governos, que pressionam as empresas a adotarem políticas consideradas sustentáveis. O conceito de responsabilidade social corporativa (RSC), debatido desde a década de 50 (Bowen, 1953), sugere que as empresas, além de terem obrigações econômicas e legais, possuem, também, responsabilidades para com a sociedade, englobando toda e qualquer ação da empresa que possa contribuir para a melhoria da qualidade de vida da sociedade (Freeman, 1984).

O entendimento aceito da RSC das empresas evoluiu, passando a incorporar aspectos de governança corporativa. Nesse contexto, o conceito de ESG (sigla em inglês para Environmental, Social and Governance) ampliou o escopo do debate da RSC. Na literatura, é possível notar a convergência entre as discussões sobre governança corporativa e responsabilidade social corporativa (Andreu-Pinillos *et al.*, 2020). Como resultado, os temas relacionados ao ESG têm ganhado destaque tanto na academia quanto no mercado, com foco na exigência por ações concretas que respondam às expectativas dos mais diversos stakeholders das empresas (Imandar, 2024).

A teoria dos stakeholders, proposta por Freeman (1984), indica que as empresas devem considerar os interesses de todos os públicos que são afetados por suas atividades. Essa abordagem amplia a visão tradicional de responsabilidade corporativa ao reconhecer que o sucesso empresarial depende da criação de valor compartilhado entre todos os envolvidos. Entretanto, evidências empíricas concluem que os investidores que atribuem valor às atividades de ESG no momento de decisão da sua alocação de recursos, consideram as questões financeiras das empresas (Chagas *et al.*, 2023).

Nesse sentido, estudos têm avaliado os possíveis impactos do desenvolvimento de atividades de ESG na dinâmica das empresas. A análise das consequências dessas atividades sobre o desempenho financeiro das empresas tem é uma das vertentes teóricas desses estudos, que podem ser encontrados em maior quantitativo a respeito de economias desenvolvidas (Peng; Chen, 2024). Resultados divergentes dessa análise têm sido identificados desde o começo das pesquisas. Um dos primeiros estudos a respeito da temática ainda considerava o conceito de RSC (Waddock; Graves, 1998) e também das emissões de gases poluentes, onde se destacam os aspectos ambientais (Hart; Ahuja, 1996).

Waddock e Graves (1998) analisaram as empresas listadas na S&P 500, buscaram compreender como o investimento em práticas de RSC impacta o desempenho financeiro das empresas, tanto no ano em que foi feito o investimento, quanto nos dois subsequentes. Os resultados relatados indicam que as práticas de RSC apresenta associação positiva com o desempenho financeiro do período de investimento e também com o do ano subsequente. Já Hart e Ahuja (1996) que examinaram empiricamente a economia financeira das empresas que reduziram as emissões de GEE e constataram uma melhora no ROE e no ROA. No entanto, os autores reportaram que cada vez é mais difícil melhorar o desempenho financeiro no longo prazo.

Já Lopez e Garcia (2007) demonstraram empiricamente que as práticas de RSC afetam negativamente o desempenho financeiro das empresas listadas no Índice Dow Jones de Sustentabilidade, entre 1998 e 2004. Os autores voltaram seu foco de análise para os impactos no retorno financeiro detectado no mesmo ano do investimento das práticas de RSC. Assim como a discussão da temática evoluiu, englobando os aspectos de gestão, os estudos

empíricos também passaram a considerar o ESG como objeto. Ainda assim, resultados divergentes continuam sendo constatados a partir das demonstrações empíricas.

Algumas evidências empíricas apontam para a inexistência de uma relação significativa entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro das empresas. Nesse sentido, Awaysheh *et al.* (2020) analisaram 100 empresas de países emergentes, agrupando-as com base em seus desempenhos financeiros. Os autores concluíram que as práticas ambientais, sociais e de governança não exercem influência sobre o retorno sobre o ativo (ROA) das companhias analisadas. De forma semelhante, Gabr e ElBannan (2025), ao investigarem empresas de 25 mercados emergentes, também não encontraram evidências de que companhias alinhadas aos princípios do ESG apresentem desempenho superior em comparação com empresas similares.

Por sua vez, Dalal e Thaker (2021) identificaram que as atividades de ESG contribuem positivamente para o desempenho financeiro das empresas, tanto sob uma perspectiva contábil quanto de mercado. Os autores destacam, ainda, a importância da divulgação de relatórios de sustentabilidade, sugerindo que a transparência favorece a mensuração mais precisa do ESG. De forma semelhante, no contexto nacional, Possebon *et al.*, (2024) constataram que as práticas de ESG são capazes de melhorar o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Analisando o período de 2018 a 2022, os autores concluíram ainda que empresas que desenvolvem essas práticas operam com um custo de capital menor e que o aspecto ambiental é o mais relevante.

Entretanto, outros estudos apresentam evidências de uma relação negativa. Saygili, Arslan e Ozden (2021), ao analisarem empresas turcas, constataram que a adoção de práticas ESG pode comprometer o desempenho financeiro. Ao desagregar os componentes, os autores identificaram que o pilar ambiental possui uma relação significativamente negativa com ROA e o Q de Tobin. Já Maji e Lohia (2024) investigaram a influência da divulgação de fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) no desempenho financeiro, levando em consideração o efeito moderador da pandemia de COVID-19. As evidências encontradas pelos autores sugerem que práticas ambientais impactam negativamente o desempenho contábil das 100 principais empresas listadas Bolsa de Valores de Bombaim, no período de 2019 a 2022.

A preocupação com o retorno financeiro sempre foi uma prioridade para os acionistas, e os impactos das práticas ambientais, sociais e de governança sobre a criação de valor permanecem como um ponto central no debate (Cardillo; Basso, 2025). A adoção de práticas corporativas relacionadas ao ESG demanda aportes de capital e, segundo uma visão ainda amplamente difundida, essas práticas são percebidas como um custo geral sem benefícios financeiros imediatos e claramente mensuráveis, uma vez que os retornos nem sempre se manifestam diretamente nos resultados financeiros (Saha; Khan, 2024).

Nesse sentido, Moskovics *et al.* (2023) apontam algumas justificativas para essas inconsistências, destacando, entre elas, a possibilidade de um impacto temporal não linear das atividades ambientais, sociais e de governança sobre o retorno financeiro das empresas. Em vista disso, alguns estudos têm incorporado defasagens temporais às análises como forma de mitigar essa limitação. A consideração de defasagens temporais mostra-se essencial na avaliação dos efeitos das práticas ESG, dado que os impactos sobre indicadores financeiros não se materializam de maneira imediata.

De modo a avançar a partir dessa limitação identificada, Rai e Goel (2022), ao analisarem o impacto da pontuação ESG sobre variáveis financeiras de empresas indianas, constataram efeitos positivos no ROA e no Q de Tobin com defasagens temporais, concluindo

que os reflexos das práticas ESG sobre o desempenho financeiro se manifestam principalmente nos dois primeiros anos após o investimento. No contexto chinês, Che, Song e Li (2024) identificaram que o impacto do ESG no desempenho financeiro ocorre de maneira indireta, por meio de variáveis mediadoras, como a redução de custos de agência e o fortalecimento da reputação corporativa. Além disso, os autores ressaltam que os efeitos dessas práticas se desenvolvem de forma gradual ao longo do tempo.

Assim, apesar dos avanços nos estudos da temática, ainda há lacunas a serem preenchidas na literatura. Um dos desafios para pacificação da literatura são as limitações metodológicas, já que a maior parte dos estudos que investigam as implicações das práticas de ESG nas empresas não constata devidamente questões como o tempo para percepção dos impactos dos investimentos nessas práticas. Diante do exposto, este artigo visa responder ao seguinte questionamento: qual é a relação de cada dimensão das práticas de ESG no desempenho financeiro futuro das empresas listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3)? Para tanto, o objetivo é analisar essa relação sob duas óticas distintas: o desempenho contábil, via Retorno sobre Ativos (ROA), e a valoração de mercado, via Q de Tobin, no período de 2010 a 2023.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção estabelece o arcabouço teórico do estudo em duas partes. Primeiramente, apresenta-se a Teoria dos Stakeholders como a lente conceitual norteadora do trabalho. Em seguida, analisa-se a literatura empírica que investiga a relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro.

### 2.1 Teoria dos *Stakeholders*

Diversas perspectivas teóricas têm sido mobilizadas para investigar a relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro das empresas. Campos-Rasera *et al.* (2021) destacam a complexidade dessa análise, uma vez que o desempenho corporativo não é determinado por um único fator isolado, mas resulta de um conjunto de decisões estratégicas e de investimento tomadas pela organização. Nesse contexto, a Teoria dos Stakeholders, proposta por Freeman (1984), oferece uma importante contribuição ao argumentar que a maximização do valor para os acionistas não deve ser o único objetivo da empresa.

Em vez disso, a criação de valor para todos os públicos envolvidos (os stakeholders) torna-se um diferencial estratégico, ao alinhar os interesses da organização com as expectativas sociais e ambientais. A Teoria dos Stakeholders é amplamente reconhecida como uma abordagem instrumental de gestão, utilizada para avaliar a eficácia com que uma empresa administra suas relações com os stakeholders a fim de alcançar seus objetivos de desempenho corporativo. Essa teoria não se limita a analisar relações de causa e efeito ou o estado atual dessas interações. Ela também propõe atitudes, estruturas organizacionais e práticas necessárias para a criação de valor compartilhado entre a empresa e seus diversos públicos de interesse (Donaldson; Preston, 1995).

Friedman e Miles (2002) complementam essa perspectiva ao argumentar que os stakeholders não exercem influência de forma homogênea sobre a organização. Segundo os autores, diferentes grupos de stakeholders possuem níveis variados de impacto, sendo que alguns têm maior capacidade de influenciar as decisões e o desempenho da empresa do que

outros. Apesar dos desafios envolvidos, a gestão eficaz dos stakeholders é essencial para a consolidação de práticas empresariais sustentáveis.

Segundo a Teoria dos Stakeholders, o processo de tomada de decisão nas organizações deve considerar não apenas os retornos financeiros, mas também questões éticas e sociais como elementos centrais dos investimentos. Isso implica, por exemplo, em conter a degradação ambiental e promover o bem-estar social. Diferentemente das abordagens tradicionais de investimento, que priorizam exclusivamente a maximização de retornos para os acionistas, essa perspectiva enfatiza a importância de gerar valor para uma gama mais ampla de públicos, incluindo funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais e acionistas (Talan *et al.*, 2024).

Além disso, as pressões exercidas por esses stakeholders desempenham um papel significativo na indução de mudanças organizacionais, incentivando práticas de produção mais limpas, a melhoria da reputação corporativa e o aperfeiçoamento do desempenho ambiental das empresas (Baah *et al.*, 2021). No âmbito das práticas ESG, essa teoria ajuda a compreender como a adoção de ações responsáveis pode fortalecer o relacionamento com os stakeholders e aprimorar a reputação corporativa (Valle; Sarturi, 2022).

## 2.2 Desempenho financeiro e as práticas ESG

O principal objetivo das empresas, tradicionalmente, tem sido a maximização dos benefícios econômicos, assegurando tanto a preservação dos interesses das partes envolvidas quanto o aumento da riqueza dos acionistas. De acordo com o pensamento econômico neoclássico, como defendido por Friedman (1970), a função primordial dos gestores é justamente essa: maximizar o valor para os acionistas. Sob essa ótica, os investimentos em práticas ambientais, sociais e de governança (ESG), por não apresentarem benefícios financeiros evidentes ou imediatos, seriam considerados injustificáveis.

Apesar dessa perspectiva, as empresas têm sido cada vez mais pressionadas pela sociedade a repensar suas práticas, adotando modelos de gestão mais éticos e sustentáveis que levem em consideração os impactos sobre as pessoas e o meio ambiente. O debate sobre ESG tem crescido tanto na academia quanto no mercado, com ênfase não apenas nos discursos institucionais, mas na cobrança por ações concretas que atendam às expectativas de stakeholders como funcionários e comunidades locais (Raimo *et al.*, 2020).

Nesse contexto, a adoção de práticas ESG surge como uma estratégia capaz de equilibrar interesses financeiros e socioambientais. O ESG se baseia na construção de confiança mútua entre empresas, mercado e sociedade, sendo guiado pelos princípios do desenvolvimento sustentável, com o objetivo de promover uma convivência equilibrada entre o ambiente, a sociedade e os acionistas (Ganda, 2022). Dessa forma, a análise do ESG tem se ampliado para considerar também os impactos dessas práticas sobre os resultados financeiros das empresas. O desempenho financeiro pode ser mensurado por diversas métricas, voltadas à avaliação da eficiência operacional e econômico-financeira.

A implementação de práticas ESG demanda considerável consumo de recursos organizacionais, que nem sempre estão disponíveis ou priorizados nas estratégias empresariais (Ahmad, Mobarek, Roni, 2022). Melhorias em aspectos socioambientais e de governança exigem aumentos significativos de investimento, sobretudo no curto prazo, o que pode comprometer outras áreas operacionais da empresa. Assim, a alocação desses recursos pode afetar negativamente o desempenho financeiro, considerando-se a limitação do capital e a necessidade de escolhas eficientes de investimento (Khan *et al.*, 2024).

Os resultados empíricos sobre essa relação têm sido divergentes. Algumas evidências empíricas sugerem uma relação positiva. Awaysheh, Heron, Perry e Wilson (2020), ao analisarem 100 empresas de países emergentes, constataram que não há uma relação significativa entre práticas ESG e desempenho financeiro, ao agruparem as empresas com base em seus resultados. De maneira semelhante, Qureshi *et al.* (2021), ao examinarem empresas norte-americanas, observaram uma relação positiva entre ESG e desempenho financeiro quando este foi mensurado pelo Q de Tobin. No entanto, os mesmos autores não identificaram significância estatística quando utilizaram indicadores contábeis, como ROA e ROE.

Ao investigar se atividades de ESG desempenhadas por empresas de setores ambientalmente sensíveis afetam seu desempenho financeiro, Naeem, Çankaya e Bildik (2023), analisaram uma amostra de empresas listadas em países desenvolvidos (305) e em desenvolvimento (78). Os autores concluíram que o desempenho ESG geral de corporações ambientalmente sensíveis tem uma relação significativa e positiva com o retorno sobre o patrimônio líquido e o Q de Tobin das corporações, e que essa relação é mais forte em países desenvolvidos do que em países emergentes.

Ainda nesse sentido, Sinha Ray e Goel (2023) descobriram que as pontuações ESG têm um impacto positivo em indicadores de desempenho financeiro, como ROA, ROE, tamanho da empresa, no valor de mercado, no Q de Tobin e preço da ação. No entanto, esse impacto não é imediato e mostra um atraso de tempo, sendo de pelo menos um período posterior ao investimento inicial. O estudo também revela uma associação positiva de longo prazo entre a divulgação ESG e o preço médio anual das ações em economias em desenvolvimento como a Índia.

Já Ming *et al.* (2024) examinaram o impacto das pontuações ambientais, sociais e de governança (ESG) no desempenho financeiro das principais empresas de capital aberto na Malásia, entre 2015 e 2022. As descobertas revelam um efeito positivo significativo da pontuação ESG geral no ROA no longo prazo, sugerindo que práticas ESG podem melhorar o desempenho financeiro. No entanto, no curto prazo os autores não puderam constatar influência do ESG.

De maneira contrária a esses achados, Rao *et al.*, (2023) examinaram o impacto das práticas de ESG no desempenho financeiro de empresas do Nifty 50 na Índia, de 2015 a 2022. Utilizando regressão quantílica em painel de efeitos fixos, os autores concluíram que o investimento em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa impacta negativamente o patrimônio líquido (ROE). Com o foco voltado para os resultados de curto prazo, os autores identificaram também o tamanho das empresas é relevante na observação da relação.

Uma vertente da literatura recente tem se dedicado a analisar a dimensão temporal da relação entre ESG e desempenho financeiro, reconhecendo que os custos e benefícios dessas práticas não se materializam de forma imediata. A análise de Giannopoulos *et al.* (2022) sobre empresas norueguesas, por exemplo, ilustra de forma contundente essa dissonância: enquanto as iniciativas ESG apresentaram um impacto negativo no ROA de curto prazo, elas se correlacionaram positivamente com o Q de Tobin, sugerindo que os custos de investimento se manifestam nos resultados contábeis imediatos, enquanto a criação de valor de mercado se concretiza a longo prazo. Essa lógica de um impacto diferido é corroborada por Kaminskyi *et al.* (2025), que, ao estudarem o setor hoteleiro durante a pandemia, encontraram uma influência limitada do ESG no desempenho financeiro de curto prazo, mas uma resiliência

significativamente maior nas empresas que investiram em sustentabilidade, apontando para benefícios que transcendem o retorno financeiro imediato.

A discussão ganha maior granularidade quando se analisa como diferentes tipos de práticas de sustentabilidade maturam em ritmos distintos. O estudo de Rumansyah e Nainggolan (2025) na Indonésia demonstrou que, mesmo dentro do pilar ambiental, coexistem iniciativas de retorno rápido, como a melhoria do consumo energético, e outras que representam custos de curto prazo, como as ações para controle do uso de recursos hídricos. Isso indica que o resultado agregado do ESG depende de um balanço complexo entre investimentos que geram eficiência e aqueles que demandam aportes imediatos.

No contexto nacional brasileiro, essa complexidade de resultados também é evidente. Por um lado, pesquisas como as de Anzilago, Flach e Lunkes (2022) e Moskovics *et al.* (2023) identificaram uma influência positiva de práticas de responsabilidade socioambiental na eficiência operacional e no ROA. Apresentando uma visão ainda mais multifacetada, o estudo de Possebon *et al.* (2024) encontrou que, embora as dimensões ESG agregadas tivessem um efeito positivo no ROA, apenas o pilar ambiental demonstrou impacto significativo na redução do custo de capital, ressaltando a importância de desagregar a análise para compreender os canais específicos através dos quais o ESG impacta o valor da firma no Brasil.

Diante do exposto, são propostas as seguintes hipóteses de pesquisa:

**H1:** existe uma relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro futuro a nível contábil das empresas brasileiras listadas.

**H2:** existe uma relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro futuro a nível de mercado das empresas brasileiras listadas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo se caracteriza como descritivo e empírico, uma vez que visa testar uma hipótese ou estimar relações entre variáveis, com abordagem quantitativa (Wooldridge, 2006). A população da pesquisa será composta por todas as empresas listadas na Bolsa de Valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Essa escolha se deve à lacuna identificada na literatura de que as economias emergentes são significativamente inferiores aos a respeito das economias desenvolvidas (Peng; Chen, 2024). O período de análise será de 2010 a 2023. Este período deve ser a partir de 2010 tendo em vista a convergência aos padrões internacionais dos demonstrativos financeiros.

A amostra deste estudo será formada por empresas que tenha *score* de ESG na base de dados Refinitiv, da Thomson Reuters. Além disso, para ser incluída, a empresa deve estar com situação atual ativa no último período de coleta. Adicionalmente, não serão consideradas as empresas que: sejam pertencentes ao setor de finanças e seguro, com falta de informações completas nas demonstrações financeiras, que não tenham pelo menos 3 anos de informações completas; e, possuam patrimônio líquido negativo. A elaboração dos gráficos e tabelas para o tratamento inicial dos dados será feita com auxílio do Microsoft Excel e as estimativas das regressões com auxílio do código em linguagem Python feito para essa finalidade.

#### 3.1 Definição e operacionalização das variáveis

Para consecução do objetivo proposto foi necessário identificar os *scores* de ESG das empresas para, na sequência, relacionar com o desempenho das empresas da B3, mediante

variáveis de controle consistentes com a literatura apresentada anteriormente. Para isso, duas variáveis foram utilizadas para mensurar o desempenho futuro, sendo elas, alternativamente, o retorno sobre os ativos (ROA) e o Q de Tobin. O desempenho financeiro futuro foi definido como aquele do ano  $t+1$ , sendo o ano  $t$  ao qual o *score* de ESG da empresa foi identificado. O ROA mensura a rentabilidade do ativo, observando o desempenho interno no balanço patrimonial, sendo estimada pela razão entre o lucro líquido (LL) e o ativo total (AT), conforme Chagas *et al.* (2023). Sua operacionalização está apresentada abaixo:

$$ROA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (1)$$

Já o Q de Tobin visa relacionar o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos físicos, proposto inicialmente por Brainard & Tobin (1968) e Tobin (1969). Nesse estudo o Q de Tobin utilizado foi a aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994), demonstrada abaixo:

$$QTobin_{i,t} = \frac{VM_{i,t} + ELP_{i,t} + VE_{i,t} + PC_{i,t} - AC_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (2)$$

Em que:

$QTobin_{i,t}$ : aproximação para o *Q* de Tobin original;

$VM_{i,t}$ : Valor de Mercado da empresa no último dia de negociação do ano;

$ELP_{i,t}$ : Exigível de longo prazo;

$VE_{i,t}$ : Valor do Estoque da empresa;

$PC_{i,t}$ : Passivo Circulante;

$AC_{i,t}$ : Ativo Circulante;

$AT_{i,t}$ : Ativo Total.

Por sua vez, as práticas ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) serão mensuradas por meio da proxy ESG, composta pelos *scores* de ESG das empresas da Refinitiv. Além de ser analisado na sua composição total, os possíveis impactos do ESG também foram segmentados em análise de cada um dos pilares: E (ambiental), S (social) e G (governança corporativa), conforme Possebon *et al.*, (2024).

No Quadro 1 a seguir estão apresentadas as variáveis de controle do modelo, assim como suas operacionalizações e literatura que embasa sua seleção.

**Quadro 1 – operacionalização das variáveis**

Variável	Sigla	Operacionalização	Referências
Retorno sobre o ativo do ano t	ROAi,t	Operacionalizada conforme variável dependente, anteriormente descrita; Retorno sobre o ativo da empresa i, no ano t ao qual se refere do <i>score</i> identificado de ESG.	
Q de Tobin do ano t	QTobini,t	Operacionalizada conforme variável dependente, anteriormente descrita; Q de Tobin da empresa i, no ano t ao qual se refere do <i>score</i> identificado de ESG.	
Alavancagem	ALAV	Passivo oneroso / Ativo total	Chagas <i>et al.</i> (2023).
Tamanho	TAM	Ln (Ativo total)	Chagas <i>et al.</i> (2023).
Crescimento	CRESC	Taxa de crescimento da receita bruta	

Fonte: elaborado pelos autores (2025)

### 3.2 Modelo de análise da relação das práticas ESG e o desempenho financeiro futuro

Para analisar a influência de cada dimensão das práticas do ESG, no período de 2010 e 2024, no desempenho financeiro futuro das empresas brasileiras foi utilizado o seguinte modelo:

$$D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

$D_{i,t}$ : Desempenho, mensurado alternativamente por meio do Retorno sobre o Ativo (ROA) e do Q de Tobin, da empresa i no período t;

$ESG_{i,t}$ : Índice de ESG Refinitiv, da empresa i no período t e, alternativamente, nos períodos t-1 e t-2;

$TAM_{i,t}$ : Tamanho, da empresa i no período t;

$ALAV_{i,t}$ : Alavancagem, da empresa i no período t;

$CRESC_{i,t}$ : Crescimento da receita, da empresa i no período t;

$\beta_n$ : parâmetros da regressão, com  $n = 0, 1, 2, 3, \dots, 8$ ;

$\varepsilon$ : termo de erro estimado da regressão referente à empresa *i* no tempo *t*.

Para a análise dos dados em painel, foi inicialmente realizado o teste de Hausman, o qual indicou que o modelo mais adequado para os dados foi o de efeitos fixos, em detrimento ao modelo de efeitos aleatórios. No entanto, os testes diagnósticos revelaram a presença de heterocedasticidade nos resíduos, o que comprometeria a consistência dos estimadores se não fosse tratado. Diante disso, optou-se pela estimação do modelo com erros padrão robustos, de modo a corrigir essa violação dos pressupostos da regressão e garantir a validade estatística dos resultados. Além disso, foi realizado o teste de Durbin-Watson para todos os modelos, que não demonstraram indícios de autocorrelação por estarem próximos a 2. Além disso, a defasagem da variável dependente colabora para evitar o viés de simultaneidade, problema que pode causar endogeneidade.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção, os resultados são apresentados e discutidos. Na sequência, a Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis, apresentando um panorama inicial dos dados. Na sequência, na Tabela 2 e 3 são apresentados os resultados do modelo econométrico.

**Tabela 1 – Estatística descritiva**

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Observações
<b>Q de Tobin</b>	0,5516	0,4158	0,5020	-0,0624	2,5734	648
<b>ROA</b>	0,0422	0,0442	0,0532	-0,1384	0,2270	648
<b>ESG</b>	54,4471	56,4161	19,0180	1,1385	92,1099	648
<b>E</b>	52,5841	56,0039	23,2379	0,0000	96,0723	648
<b>S</b>	57,6798	59,9431	22,4146	0,8730	96,8620	648
<b>G</b>	52,9874	54,9604	21,1347	0,8333	94,2245	648
<b>TAM</b>	23,9235	23,9116	1,1642	20,9597	27,6807	648
<b>ALAV</b>	0,2761	0,2606	0,1455	0,0002	1,1854	648
<b>CRESC</b>	0,1249	0,0970	0,1921	-0,2790	1,0183	578

Legenda: ESG = *Score* ambiental, social e de governança; E = *score* do pilar ambiental do ESG; S - *score* do pilar social do ESG; G = *score* do pilar de governança corporativa do ESG; ROA = Retorno sobre ativos; Q de Tobin = Desempenho financeiro de mercado ajustado; TAM = Tamanho da empresa; ALAV = Alavancagem; CRESC = Crescimento da receita

Fonte: elaborado pelos autores, com dados da pesquisa (2025).

As estatísticas descritivas das variáveis do modelo fornecem um panorama da análise. Pode-se perceber que, em média, o Q de Tobin das empresas da amostra foi de 0,55, enquanto a proporção entre o lucro líquido e o ativo total das empresas, que representa o ROA, é equivalente a cerca de 4,22%. Além disso, considerando o baixo desvio padrão do ROA, comprehende-se que o retorno sobre o ativo das empresas da amostra não varia tanto. Por sua vez, o tamanho das empresas é a variável de controle com maior dispersão, sendo encontradas na amostra pelo menos uma empresa com valor referencial de cerca de 21, enquanto pelo menos alguma outra tem tamanho maior que 27.

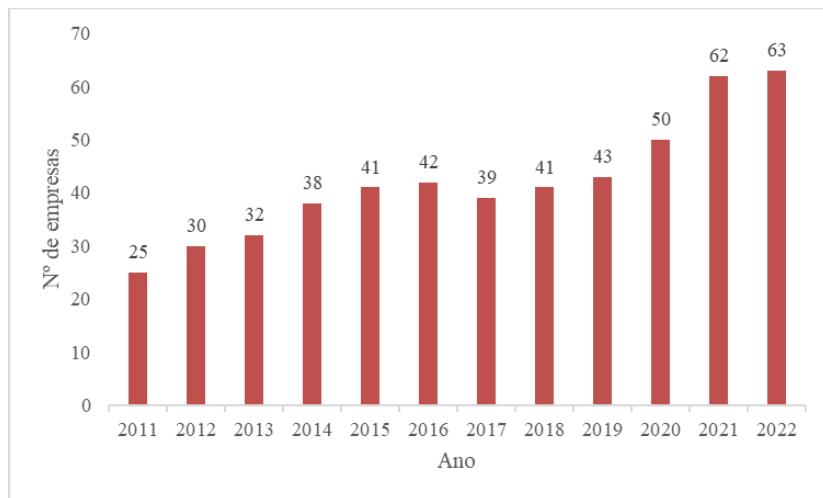
As medidas de ESG correspondem a um outro parâmetro da amostra com significativa dispersão. Em média, as empresas brasileiras alcançaram a pontuação de cerca de 54 pontos dentro do *score* proposto pela Refinitiv, sendo constatada uma relevante discrepância entre as pontuações obtidas pelas empresas ao longo do período de análise. Enquanto pela menos uma alcançou uma pontuação de cerca de 92 pontos, há pelo menos uma que nem mesmo dois pontos alcançou (valor mínimo de 1,14 pontos). Essa diferença pôde ser observada em todos os pilares que compõe o ESG, com destaque para as questões ambientais, parâmetro com maior desvio padrão.

Nesse sentido, é possível concluir que as empresas brasileiras ainda desenvolvem práticas de maneira diversa e que as pontuações identificadas através da metodologia proposta pela Refinitiv são significativamente diferentes entre as empresas. Assim, enquanto algumas empresas cumprem com quase todos os critérios elencados pela agência de pontuação, outras não apresentam quase nenhum dos atributos. Esses resultados convergem aos identificados por Possebon *et al.* (2024) em um dos estudos mais atuais e que considera um período recente (2018 a 2022), que também utilizaram o *score* fornecido pela Refinitiv como proxy para as práticas de ESG.

As variáveis de alavancagem e de crescimento também foram consideradas no modelo como variáveis de controle. Em média, crescimento de receita das empresas brasileiras durante o período foi similar, não havendo grandes dispersões em torno da média. Pode-se observar ainda que pelo menos uma empresa da amostra vivenciou uma redução da sua receita durante o período observado, uma vez que o valor mínimo identificado é negativo. Já a estrutura de capital, mensurada por meio da alavancagem permaneceu com uma média de cerca de 0,28. Cabe ressaltar que ao passo que pelo menos uma das empresas da amostra se gera quase sem capital de terceiros oneroso (mínimo de 0,0002), há outra que tem mais passivo oneroso em sua composição que ativos totais registrados (máximo de 1,19). A seguir, são apresentados os resultados das estatísticas inferenciais.

A figura 1 a seguir mostra a distribuição da amostra por ano usada nos modelos de regressão, é importante ressaltar que esse número é inferior em relação a estatística descritiva por conta da defasagem da variável de desempenho.

**Figura 1 – Distribuição da amostra por ano**



Fonte: Resultados da pesquisa (2025)

A composição longitudinal da amostra utilizada nos modelos econômicos. O crescimento acentuado no triênio 2020-2022, é relevante pois ilustra a crescente institucionalização das práticas de sustentabilidade e de sua divulgação no mercado de capitais brasileiro, validando a pertinência e a atualidade da questão de pesquisa. Na sequência, são apresentados os resultados inferenciais obtidos a partir desta amostra.

**Tabela 2 - Regressões com ROA (t+1) como variável dependente**

Variável	Coeficiente			
<b>Const.</b>	0,1353	0,1183	0,1218	0,0984
<b>ESG</b>	0,0002	-	-	-
<b>E</b>	-	0,0001	-	-
<b>S</b>	-	-	0,0001	-
<b>G</b>	-	-	-	0,0000
<b>ROA</b>	0,3001***	0,3013***	0,3004***	0,3034***
<b>TAM</b>	-0,0045	-0,0036	-0,0038	-0,0026
<b>ALAV</b>	-0,0440	-0,0424	-0,0446	-0,0421
<b>CRESC</b>	0,0217	0,0213	0,0215	0,0213
<b>R<sup>2</sup></b>	0,1397	0,1391	0,1398	0,1389
<b>Estat. F</b>	13,9293	13,8665	13,9492	13,8414
<b>P(F)</b>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<b>Durbin-Watson</b>	1,9560	1,9578	1,9553	1,9598
<b>Obs.</b>	506	506	506	506

Legenda: ESG = Score ambiental, social e de governança; E = score do pilar ambiental do ESG; S - score do pilar social do ESG; G = score do pilar de governança corporativa do ESG; ROA = Retorno sobre ativos; Q de Tobin = Desempenho financeiro de mercado ajustado; TAM = Tamanho da empresa; ALAV = Alavancagem; CRESC = Crescimento da receita.

Fonte: elaborado pelos autores, com dados da pesquisa (2025).

A análise da Tabela 2, que utiliza o Retorno sobre Ativos (ROA) como proxy para o desempenho financeiro, revela a ausência de uma relação estatisticamente significativa entre as práticas de ESG, tanto de forma agregada quanto por seus pilares individuais, e a rentabilidade contábil futura das empresas brasileiras. Este resultado nulo é robusto em todos os modelos estimados e oferece um contraponto importante à literatura, que permanece dividida. Nossos achados se alinham com estudos como o de Gabr e ElBannan (2025), que também não encontraram evidências de que empresas alinhadas ao ESG apresentem desempenho superior em mercados emergentes, mas contrastam com outros trabalhos no contexto brasileiro que identificaram uma relação positiva, como os de Anzilago, Flach e Lunkes (2022) e Possebon *et al.* (2024).

A literatura oferece duas justificativas principais para essa aparente neutralidade do ESG sobre o desempenho contábil de curto prazo. A primeira é a dissonância temporal entre os custos e benefícios. Conforme demonstrado por Giannopoulos *et al.* (2022) em empresas norueguesas, os investimentos em ESG podem deteriorar o ROA no curto prazo, refletindo os

custos imediatos dos aportes, para apenas gerar valor a longo prazo, o que seria mais bem capturado por métricas de mercado. Na mesma linha, Kaminskyi *et al.* (2025) observaram uma influência limitada do ESG no desempenho financeiro de curto prazo, mas notaram que o principal benefício se manifestou em uma maior resiliência durante a pandemia, um atributo que o ROA do ano seguinte pode não capturar adequadamente.

A segunda justificativa reside no cancelamento de efeitos dentro do próprio *score* ESG agregado. A análise de Rumansyah e Nainggolan (2025) em empresas da Indonésia ilustra que, mesmo dentro de um único pilar, coexistem iniciativas que melhoram os resultados financeiros (como a eficiência energética) e outras que incorrem em custos imediatos (como o controle de recursos hídricos). De forma similar, Ming *et al.* (2024) encontraram na Malásia um efeito positivo para o ESG agregado no ROA, mas efeitos negativos quando os pilares Ambiental e Social foram analisados isoladamente, sugerindo que o uso de um *score* agregado pode mascarar dinâmicas internas complexas e conflitantes.

Adicionalmente, o resultado nulo do ESG é contextualizado pela dominância da persistência do desempenho. Em todos os nossos modelos, a rentabilidade passada (ROA no período  $t$ ) é o preditor mais forte e significativo da rentabilidade futura (ROA em  $t+1$ ), um fenômeno bem estabelecido na literatura contábil. Com um coeficiente de aproximadamente 0,30 e alta significância, este fator autorregressivo responde pela maior parte do poder explicativo do modelo ( $R^2$  de  $\approx 14\%$ ), reforçando a conclusão de que, no curto prazo, a inércia do desempenho operacional ofusca o impacto marginal de fatores estruturais e de sustentabilidade. As demais variáveis de controle, tamanho, alavancagem e crescimento, também se mostraram não significativas, fortalecendo a narrativa de que a previsão do ROA futuro é primariamente impulsionada pelo seu próprio desempenho histórico.

**Tabela 3 - Regressões com Q de Tobin ( $t+1$ ) como variável dependente**

Variável	Coeficiente			
<b>Const.</b>	2,2599**	2,3829***	2,5809***	2,6088***
<b>ESG</b>	-0,0031*	-	-	-
<b>E</b>	-	-0,0022*	-	-
<b>S</b>	-	-	-0,0021*	-
<b>G</b>	-	-	-	-0,0014
<b>Q_TOBIN</b>	0,4782***	0,4776***	0,4787***	0,4764***
<b>TAM</b>	-0,0724*	-0,0795**	-0,0880**	-0,0907**
<b>ALAV</b>	-0,2775	-0,3078	-0,2698	-0,2886
<b>CRESC</b>	0,0163	0,0243	0,0197	0,0113
<b>R<sup>2</sup></b>	0,3027	0,3010	0,3021	0,2985
<b>Estat. F</b>	37,2448	36,9446	37,1370	36,5021

<b>P(F)</b>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<b>Durbin-Watson</b>	2,0066	2,0067	2,0108	1,9950
<b>Obs.</b>	506	506	506	506

Legenda: ESG = *Score* ambiental, social e de governança; E = *score* do pilar ambiental do ESG; S - *score* do pilar social do ESG; G = *score* do pilar de governança corporativa do ESG; ROA = Retorno sobre ativos; Q de Tobin = Desempenho financeiro de mercado ajustado; TAM = Tamanho da empresa; ALAV = Alavancagem; CRESC = Crescimento da receita

Fonte: elaborado pelos autores, com dados da pesquisa (2025).

Em contraste com os resultados para o desempenho contábil, a análise do impacto do ESG no valor de mercado futuro, mensurado pelo Q de Tobin, revela uma dinâmica diferente. A Tabela 3 evidencia a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o *score* ESG agregado e o Q de Tobin do período subsequente ( $\beta = -0,0031$ ;  $p < 0,10$ ). Este resultado rejeita a hipótese H2 e sugere que, no período analisado, o mercado de capitais brasileiro não apenas deixa de premiar, mas parece penalizar as empresas com maior desempenho em sustentabilidade.

Este resultado, embora contrário à tese de criação de valor, encontra respaldo em uma vertente da literatura que aponta para os custos e as complexidades associados às práticas ESG. Estudos como os de Saygili, Arslan e Ozden (2021) e Maji e Lohia (2024) também identificaram relações negativas, especialmente no que tange ao pilar ambiental, sugerindo que os investidores podem estar precificando os altos custos de investimento percebidos ou interpretando tais práticas como um desvio de recursos da atividade principal da empresa, uma visão alinhada à teoria do acionista. Contudo, é importante notar que este resultado diverge de outros contextos, como o norueguês, onde Giannopoulos *et al.* (2022) encontraram uma relação positiva entre ESG e Q de Tobin, o que evidencia a importância do ambiente institucional e da percepção dos investidores locais na valoração das práticas de sustentabilidade.

A análise desagregada oferece maior profundidade a essa penalidade, indicando que ela é impulsionada primariamente pelos pilares Ambiental (E) e Social (S), ambos com coeficientes negativos e significativos. O pilar de Governança (G), por sua vez, não apresentou efeito estatístico. Essa distinção sugere que o mercado parece reagir negativamente às dimensões que representam custos mais diretos e externalidades (E e S), corroborando com as conclusões de Ming *et al.* (2024) sobre o impacto negativo dos pilares E e S na rentabilidade. A neutralidade do pilar G pode sugerir que boas práticas de governança já são um fator amplamente esperado pelo mercado brasileiro, não constituindo um diferencial que altere marginalmente o valor da firma.

A principal contribuição deste estudo surge da justaposição dos resultados das Tabelas 2 e 3. A dissonância entre o efeito nulo no ROA e o efeito negativo no Q de Tobin sugere um quadro complexo da realidade das empresas brasileiras. Enquanto as práticas ESG não parecem prejudicar a eficiência operacional no curto prazo, o mercado de capitais, possivelmente por uma postura mais céтика ou por miopia em relação aos benefícios de longo prazo, parece perceber esses investimentos como um dreno de valor, penalizando as empresas em sua avaliação. O estudo de Giannopoulos *et al.* (2022) encontrou a dissonância oposta na Noruega (impacto negativo no ROA, mas positivo no Q de Tobin), o que reforça a ideia de que a forma como o mercado precifica o ESG é dependente do contexto.

A análise empírica realizada oferece respostas distintas para as duas hipóteses levantadas no estudo, revelando uma complexa dissociação entre o desempenho operacional-contábil e a valoração de mercado das práticas de ESG no Brasil.

Em relação à Hipótese 1 (H1), que postulava a existência de uma relação entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro futuro a nível contábil (ROA), os resultados não fornecem suporte para sua confirmação. Os coeficientes para o *score* ESG agregado e seus pilares individuais foram consistentemente não significativos em todos os modelos. Este resultado nulo sugere que, no horizonte de um ano, os investimentos em ESG não se traduzem em ganhos ou perdas detectáveis na rentabilidade operacional das empresas. Este resultado alinha-se a uma vertente da literatura que aponta para a neutralidade do ESG no curto prazo contábil, possivelmente devido ao cancelamento mútuo dos custos de investimento e dos ganhos de eficiência, ou a um horizonte de maturação dos benefícios superior ao período analisado.

No que tange à Hipótese 2 (H2), que previa uma relação entre ESG e o desempenho financeiro a nível de mercado (Q de Tobin), os resultados não apenas confirmam a existência de uma relação, mas revelam que sua direção é negativa, contrariando a expectativa predominante na literatura. O *score* ESG agregado, impulsionado pelos pilares Ambiental e Social, está associado a um menor valor de mercado futuro. Portanto, embora H2 seja confirmada no que tange à existência de uma relação, sua natureza negativa leva à rejeição da tese implícita de que "ESG cria valor de mercado". Sugerindo que, para o período e contexto analisados, o mercado de capitais brasileiro pode ter precificado as práticas de sustentabilidade mais como um custo que drena recursos do que como um investimento que gera valor futuro.

## 5 CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo analisar a influência de cada dimensão das práticas do ESG, no período de 2010 e 2024, no desempenho financeiro futuro das empresas brasileiras. Para mensurar as práticas de ESG das empresas, foi definido como proxy o *score* de ESG disponível na base de dados da Refinitiv. O estudo foi conduzido com análise de regressões utilizando o modelo de Efeitos Fixos para dados em painel, com estimação por erros padrão robustos para corrigir a heterocedasticidade. A especificação econométrica foi desenhada para mitigar vieses de simultaneidade, analisando o impacto do ESG no ano corrente (t) sobre o desempenho financeiro do ano subsequente (t+1).

A análise descritiva da amostra aponta para uma relevante divergência de pontuação no *score* de ESG das empresas brasileiras dentro do período analisado, tanto no que tange as ações ambientais, sociais e de governança corporativa. Assim, as práticas entre as empresas divergem e, enquanto pelo menos uma empresa não conseguiu atingir nem mesmo 2 pontos no *score*, pelo menos em uma outra a agência de mensuração indica ter identificado cerca de 92% dos atributos considerados na composição da pontuação. Além disso, as empresas da amostra divergente também de forma significativa entre si no que tange ao seu tamanho, considerando o alto desvio padrão constatado.

Além disso, foi possível observar um panorama geral das empresas brasileiras que divulgam suas atividades de ESG entre 2010 e 2023 no que tange características como a estrutura de capital e o crescimento da sua receita bruta. Nesse sentido, foi observado que ao menos uma empresa da amostra vivenciou uma redução de sua receita ao longo do período

considerado, e que, em média, a proporção de passivos onerosos frente ao ativo total das empresas brasileiras analisadas é de cerca de 30%.

Os principais resultados inferenciais identificados corroboram à proposição da hipótese levantada por este estudo de que as atividades de ESG têm um impacto no desempenho financeiro, mensurado a nível de mercado, das empresas brasileiras. Os resultados empíricos sugerem que empresas que desempenham atividades ambientais, sociais e de governança corporativa têm seus resultados financeiros futuros deteriorados aos olhos do mercado, uma vez que foi constatada relação negativa entre as práticas de ESG e o Q de Tobin das empresas.

Algumas limitações precisam ser destacadas. É relevante fazer a ressalva de que, como o *score* de ESG da Refinity, proxy deste estudo para as práticas de ESG, é mensurado a partir das divulgações voluntárias das empresas, no contexto brasileiro é possível que as empresas desenvolvam mais ações do que as que o *score* consegue mensurar. A partir de 2026 será compulsória a divulgação das atividades relacionadas às práticas de ESG pelas empresas brasileiras.

Nesse sentido, como sugestão de pesquisas futuras é possível comparar tanto o quantitativo de empresas com *score* mensurado pela plataforma, como o qualitativo dessas informações, com base em possíveis variações nas pontuações identificadas pelas empresas. Além disso, como sugestão de pesquisas futuras sugere-se incluir na análise empresas listadas em outros países, de modo a comparar as respostas, viabilizando, portanto, conclusões mais amplas acerca da temática. Essa inclusão deve abranger empresas listadas de países emergentes e desenvolvidos, uma vez que a literatura sugere que há diferenças de comportamentos entre essas amostras.

## REFERÊNCIAS

- AHMAD, N. MOBAREK, A.; RONI, N. N. Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. **Journal of Business Economics and Management**, p.1-19, 2022.
- ANDREU-PINILLOS, A.; FERNÁNDEZ-FERNÁNDEZ, J. L.; FERNÁNDEZ-MATEO, J. Corporate governance in sustainability indexes: a Spanish case study. **Revista de comunicación**, v. 19, n. 2, p. 7-28, 2020.
- ANZILAGO, M.; FLACH, L.; LUNKES, R. J. Efeitos da responsabilidade social corporativa no desempenho financeiro das empresas listadas no ISE. **Revista Universo Contábil**, v. 16, n. 4, p. 140-158, 2022. ISSN 1809-3337.
- BAAH, C.; OPOKU-AGYEMAN, D.; ACQUAH, I.S.K.; AGYABENG-MENSAH, Y.; AFUM, E.; FAIBIL, D.; ABDOULAYE, F. A. M. Examining the correlations between stakeholder pressures, green production practices, firm reputation, environmental and financial performance: Evidence from manufacturing SMEs. **Sustainable Production and Consumption**, v. 27, p. 100-114, 2021.
- BOWEN, H. R. Social Responsibilities of the Businessman. New York: **Harper & Row**, 1953.

CAMPOS-RASERA, P. P.; ABREU PASSOS, G. DE; COLAUTO, R. D. A estrutura de capital influencia a responsabilidade social corporativa? Uma análise das companhias nas maiores economias do mundo. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 15, p. e174007, 8 jul. 2021. DOI: 10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007

CHAGAS, G. M. O.; SANTOS, J. F.; NEVES, C. B. C.; ALMEIDA, M. A. Impacto das práticas ambientais sobre a alavancagem. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 17, n. 4, 2023. <https://doi.org/10.12712/rpca.v17i4.60149>.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70, 1994. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3665623>

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications **The Academy of Management Review**, Vol. 20, No. 1 (Jan., 1995), pp. 65-91

DOS REIS CARDILLO, Marcos Alexandre; BASSO, Leonardo Fenando Cruz. Revisiting knowledge on ESG/CSR and financial performance: A bibliometric and systematic review of moderating variables. **Journal of Innovation & Knowledge**, v. 10, n. 1, p. 100648, 2025.

FREEMAN, R. E. Strategic management: A stakeholder approach. Boston: **Pitman**. 1984.

FRIEDMAN, A. L.; MILES, S. Developing Stakeholder Theory. **Journal of Management Studies**, V. 39, N. 1, 2002. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00280>

GIANNOPOULOS, G.; FAGERNES, R. V. K.; ELMARZOUKY, M.; HOSSAIN, K. A B. M. A. The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 15, p. 237, 2022

INAMDAR, M. M. Moderating role of ESG disclosures and its impact on firm financial performance. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 97, p. 101892, 2024.

KAMINSKYI, A.; OSETSKYI, V.; ALMEIDA, N.; NEHREY, M. Investigating the relationship between ESG performance and financial performance during the COVID-19 pandemic: evidence from the hotel industry. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 18, n. 3, p. 126, 2025.

KHAN, H.H.A.; AHMAD, N.; YUSOF, N. M.; CHOWDHURY, M. A. M. Green finance and environmental sustainability: A systematic review and future research avenues. **Environmental Science and Pollution Research**, v. 31, n. 6, p. 9784-9794, 2024. Doi: 10.1007/s11356-023-31809-6

MAJI, S. G.; LOHIA, P. Assessing the effect of core and expanded ESG on corporate financial performance: COVID-19's moderating role. **Journal of Indian Business Research**, v. 16, n. 2, p. 244-264, 2024.

MING, K. L.; VAICONDAM, Y.; MUSTAFA, A. . A. A.; ROSALAN, S. N. M.; YI, S.; CHOPRA, K.; KHANNNA, P. ESG Integration and Financial Performance: Evidence from

Malaysia's Leading Companies. **International Journal of Energy Economics and Policy**, v. 14, n. 5, p. 487-494, 2024.

MOSKOVICS, P.; WANKE, P.; TAN, Y.; GERGED, A. M. Market structure, ESG performance, and corporate efficiency: Insights from Brazilian publicly traded companies. **Business Strategy and the Environment**, v. 33, n. 2, p. 241-262, 2024.

NAEEM, N.; CANKAYA, S.; BILDIK, R. Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. **Borsa Istanbul Review**, v. 22, n. S2, S128–S140, 2023.

PENG, C.; CHEN, Y. Informal board hierarchy and corporate ESG performance. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 31, n. 5, p. 4783-4795, 2024.

POSSEBON, E. A. G.; CIPPICIANI, F. A.; SAVOIA, J. R. F.; MARIZ, F. Esg scores and performance in brazilian public companies. **Sustainability**, v. 16, n. 13, p. 5650, 2024.

RUMANSYAH, A. M. A.; NAINGGOLAN, Y. A. The Influenced of ESG Environmental Performance on Financial Performance: A Study of Indonesian Publicly Listed Companies. **Journal of Accounting and Finance Management**, v. 5, n. 6, p. 1894-1903, 2025.

SAHA, A. K; KHAN, I. Sustainable prosperity: unravelling the Nordic nexus of ESG, financial performance, and corporate governance. **European business review**, v. 36, n. 6, p. 793-815, 2024.

SINHA RAY, R.; GOEL, S. Impact of ESG score on financial performance of Indian firms: static and dynamic panel regression analyses. **Applied Economics**, v. 55, n. 15, p. 1742-1755, 2023.

TALAN, G.; SHARMA, G. D.; PEREIRA, V.; MUSCHERT, G. W.. From ESG to holistic value addition: Rethinking sustainable investment from the lens of stakeholder theory. **International Review of Economics & Finance**, v. 96, p. 103530, 2024.

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15, fev. 1969. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1991374>

VALLE, C. D.; SARTURI, G. Capacidades dinâmicas para gestão de stakeholders. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 20, n. 4, p. 527–542, ago. 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1679-395120210190>

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B. The corporate social performance–financial performance link. **Strategic management journal**, v. 18, n. 4, p. 303-319, 1997.

WOOLDRIDGE, J. M. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data (2nd ed.). MIT Press. 2010.