

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MARCUS VINICIUS BIEHLER

**O IMPACTO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO: UMA
REVISÃO DA LITERATURA**

Porto Alegre

2023

MARCUS VINICIUS BIEHLER

**O IMPACTO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO: UMA
REVISÃO DA LITERATURA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima.

Porto Alegre

2023

CIP - Catalogação na Publicação

Biehler, Marcus Vinicius
O IMPACTO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO:
UMA REVISÃO DA LITERATURA / Marcus Vinicius Biehler.
-- 2024.
51 f.
Orientador: Antonio Ernani Martins Lima.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2024.

1. Performance financeira. 2. ESG. 3.
Sustentabilidade. 4. Governança corporativa. 5.
Responsabilidade social. I. Martins Lima, Antonio
Ernani, orient. II. Título.

MARCUS VINICIUS BIEHLER

**O IMPACTO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO: UMA
REVISÃO DA LITERATURA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 8 de fevereiro de 2024.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima – Orientador

UFRGS

Profa. Dra. Leticia Medeiros

UFRGS

Prof. Dr. Glaison Augusto Guerrero

UFRGS

RESUMO

O crescente interesse de investidores, de acionistas e de consumidores em questões relativas ao meio ambiente, à responsabilidade social e à governança corporativa tem pressionado as empresas a direcionarem cada vez mais recursos e esforços para aderirem aos padrões ESG (Environment, Social and Governance). Nesse contexto, surge a necessidade de investigação dos possíveis impactos financeiros sobre as empresas, decorrentes da adesão destas às melhores práticas ESG. Isto posto, este trabalho tem como objetivo geral investigar a relação entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros. A fim de alcançar o objetivo exposto, analisa-se a literatura recente, sintetizando os resultados e os conceitos existentes, bem como suas limitações, e provendo um panorama tanto para responder ao objetivo deste trabalho quanto para direcionar futuras pesquisas. Como resultado da análise dos 20 estudos selecionados, elaborados por meio de modelos econométricos, 9 estudos apresentaram relação significativa e positiva entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros, enquanto 11 estudos apresentaram resultados mistos ou inconclusivos. Não foram identificados estudos que apresentassem relação negativa entre as variáveis citadas. Tais resultados sugerem que, de modo geral, a adesão às práticas ESG tende a impactar positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Meio Ambiente. Responsabilidade Social. Impacto Financeiro. Desempenho econômico e financeiro.

ABSTRACT

Increasing interest of investors, consumers and the entire civil society in issues relating to the environment, social responsibility and corporate governance has pressured companies to direct more and more resources and efforts to adhere to ESG (Environment, Social and Governance). In this context, there is a need to investigate the possible financial impacts on adhering to ESG standards, to define whether such efforts represent investment opportunities or just expenses. That said, this work aims to analyze the impact of adherence to environmental, social and governance standards on the economic and financial performance of companies. To achieve the stated objective, recent literature is analyzed, synthesizing existing results and concepts, as well as their limitations, and providing an overview to direct future research. As a result of the analysis of the 20 selected studies, prepared using econometric models, 9 studies showed a significant and positive relationship between ESG and financial indicators, while 11 studies presented mixed or inconclusive results. No studies were identified that showed a negative relationship between the variables mentioned. Such results suggest that, in general, adherence to ESG practices tends to positively impact the financial performance of companies.

Keywords: Corporate Governance. Environment. Social responsibility. Financial Impact. Financial performance.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. O IMPACTO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO: UMA REVISÃO DA LITERATURA	10
2.1 INTRODUÇÃO.....	11
2.2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.2.1 SURGIMENTO E DESENVOLVIMENTO DOS CONCEITOS DE RSC E ESG. 12	
2.2.2 TEORIA DOS STAKEHOLDERS X TEORIA DOS SHAREHOLDERS.....	15
2.2.3 HIPÓTESES	17
2.2.4 VARIÁVEIS DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO.....	19
2.2.5 VARIÁVEIS DE DESEMPENHO ESG.....	21
2.2.6 VARIÁVEIS DE CONTROLE	22
2.3 RESULTADOS E DISCUSSÃO	23
2.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
2.5 REFERÊNCIAS	44
3. CONCLUSÃO.....	49
REFERÊNCIAS	50

1. INTRODUÇÃO

Os temas que envolvem a sustentabilidade e a responsabilidade social têm ganhado cada vez mais espaço no debate público, fruto de demandas da sociedade civil por uma postura mais responsável e transparente por parte de entidades públicas e privadas. Diariamente nos deparamos com notícias que tratam do aquecimento global, políticas sociais, equidade de gênero e representatividade no mercado de trabalho. Com o objetivo de se alinharem a tais demandas, executivos de empresas têm alocado cada vez mais recursos das empresas em assuntos estratégicos que envolvem os conceitos de responsabilidade social e ambiental (Lacy et al., 2010). Pelo mesmo motivo, empresas passaram a incorporar em suas demonstrações financeiras relatórios que apresentam suas práticas de responsabilidade socioambiental e transparência (governança corporativa).

Dentro do contexto exposto, investidores, *shareholders* (acionistas) e credores têm levantado importantes questionamentos acerca do tema, que podem ser sintetizados através da seguinte questão: “qual o impacto da adesão aos padrões ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas?”. Afinal, a criação de políticas socioambientais envolve uma série de gastos, que em muitos casos não estão diretamente relacionados com o objetivo operacional da empresa. Por outro lado, empresas socialmente responsáveis podem obter benefícios diretos, como novos investimentos ou até mesmo incentivos governamentais.

Para endereçar a questão apresentada, o presente estudo tem como objetivo geral investigar a relação entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros. Para tanto, três objetivos específicos também são definidos, e desenvolvidos ao longo do artigo: i) apresentar o referencial teórico das principais hipóteses de correlação e causalidade encontradas nos trabalhos empíricos analisados; ii) apresentar o referencial teórico dos principais indicadores ESG e de desempenho econômico-financeiro utilizados nos trabalhos empíricos analisados; e iii) apresentar o resultado de 20 estudos empíricos que abordaram a relação entre o desempenho econômico-financeiro e a adesão aos indicadores ESG de diversas empresas.

A relevância e a contribuição desta pesquisa estão diretamente relacionadas à crescente demanda da sociedade civil por instituições mais socialmente responsáveis. Nesse sentido, os resultados apresentados poderão auxiliar na decisão de alocação de recursos de investidores e empresas, bem como contribuir para a tomada de decisão por parte de legisladores e órgãos reguladores. A título de exemplo, a recente publicação da Resolução 5.081/2023 do Conselho Monetário Nacional (CMN) pelo Banco Central do Brasil (BACEN) formaliza padrões e

critérios socioambientais que devem ser atingidos para a concessão do chamado Crédito Rural (CMN, 2023).

O presente trabalho foi estruturado em quatro capítulos, apresentados ao leitor da seguinte forma:

Capítulo primeiro: introduz o tema abordado pelo estudo e o problema que este visa elucidar, bem como o objetivo geral e os três respectivos objetivos específicos. Adicionalmente, apresenta sua relevância para o meio acadêmico e para a sociedade como um todo e, por fim, descreve a organização dos capítulos a serem percorridos.

Capítulo segundo: apresenta um resumo do desenvolvimento dos conceitos de responsabilidade social corporativa e ESG ao longo das últimas décadas. Adicionalmente, apresenta ao leitor as principais teorias e hipóteses acerca da relação entre desempenho social e desempenho financeiro. Por fim, apresenta as principais variáveis utilizadas nos estudos empíricos analisados, bem como seu respectivo referencial teórico.

Capítulo terceiro: endereça o terceiro objetivo específico descrito no capítulo introdutório, apresentando três tabelas com um resumo das principais informações dos estudos empíricos analisados, na seguinte ordem: i) estudos com correlação positiva entre práticas de sustentabilidade e desempenho financeiro; ii) estudos com correlação negativa; e iii) estudos que não apresentaram coeficiente de correlação significativo e estudos com resultados não conclusivos.

Capítulo quarto: apresenta as considerações finais do trabalho, retomando os objetivos estabelecidos e os resultados obtidos, bem como sugestões e recomendações para novos estudos que possam ser realizados no futuro.

2. O IMPACTO ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO CORPORATIVO: UMA REVISÃO DA LITERATURA

THE ESG IMPACT ON CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE: A LITERATURE REVIEW

RESUMO

O crescente interesse de investidores, de acionistas e de consumidores em questões relativas ao meio ambiente, à responsabilidade social e à governança corporativa tem pressionado as empresas a direcionarem cada vez mais recursos e esforços para aderirem aos padrões ESG (Environment, Social and Governance). Nesse contexto, surge a necessidade de investigação dos possíveis impactos financeiros sobre as empresas, decorrentes da adesão destas às melhores práticas ESG. Isto posto, este trabalho tem como objetivo geral investigar a relação entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros. A fim de alcançar o objetivo exposto, analisa-se a literatura recente, sintetizando os resultados e os conceitos existentes, bem como suas limitações, e provendo um panorama tanto para responder ao objetivo deste trabalho quanto para direcionar futuras pesquisas. Como resultado da análise dos 20 estudos selecionados, elaborados por meio de modelos econométricos, 9 estudos apresentaram relação significativa e positiva entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros, enquanto 11 estudos apresentaram resultados mistos ou inconclusivos. Não foram identificados estudos que apresentassem relação negativa entre as variáveis citadas. Tais resultados sugerem que, de modo geral, a adesão às práticas ESG tende a impactar positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Meio Ambiente. Responsabilidade Social. Impacto Financeiro. Desempenho econômico e financeiro.

ABSTRACT

Increasing interest of investors, consumers and the entire civil society in issues relating to the environment, social responsibility and corporate governance has pressured companies to direct more and more resources and efforts to adhere to ESG (Environment, Social and Governance). In this context, there is a need to investigate the possible financial impacts on adhering to ESG standards, to define whether such efforts represent investment opportunities or just expenses. That said, this work aims to analyze the impact of adherence to environmental, social and governance standards on the economic and financial performance of companies. To achieve the stated objective, recent literature is analyzed, synthesizing existing results and concepts, as well as their limitations, and providing an overview to direct future research. As a result of the analysis of the 20 selected studies, prepared using econometric models, 9 studies showed a significant and positive relationship between ESG and financial indicators, while 11 studies presented mixed or inconclusive results. No studies were identified that showed a negative relationship between the variables mentioned. Such results suggest that, in general, adherence to ESG practices tends to positively impact the financial performance of companies.

Keywords: Corporate Governance. Environment. Social responsibility. Financial Impact. Financial performance.

2.1 INTRODUÇÃO

Os temas que envolvem a sustentabilidade e a responsabilidade social têm ganhado cada vez mais espaço no debate público, fruto de demandas da sociedade civil por uma postura mais responsável e transparente por parte de entidades públicas e privadas. Diariamente nos deparamos com notícias que tratam do aquecimento global, políticas sociais, equidade de gênero e representatividade no mercado de trabalho. Com o objetivo de se alinharem a tais demandas, executivos de empresas têm alocado cada vez mais recursos das empresas em assuntos estratégicos que envolvem os conceitos de responsabilidade social e ambiental (Lacy et al., 2010). Pelo mesmo motivo, empresas passaram a incorporar em suas demonstrações financeiras relatórios que apresentam suas práticas de responsabilidade socioambiental e transparência (governança corporativa).

Dentro do contexto exposto, investidores, *shareholders* (acionistas) e credores têm levantado importantes questionamentos acerca do tema, que podem ser sintetizados através da seguinte questão: “qual o impacto da adesão aos padrões ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas?”. Afinal, a criação de políticas socioambientais envolve uma série de gastos, que em muitos casos não estão diretamente relacionados com o objetivo operacional da empresa. Por outro lado, empresas socialmente responsáveis podem obter benefícios diretos, como novos investimentos ou até mesmo incentivos governamentais.

Para endereçar a questão apresentada, o presente estudo tem como objetivo geral investigar a relação entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros. Para tanto, três objetivos específicos também são definidos, e desenvolvidos ao longo do artigo: i) apresentar o referencial teórico das principais hipóteses de correlação e causalidade encontradas nos trabalhos empíricos analisados; ii) apresentar o referencial teórico dos principais indicadores ESG e de desempenho econômico-financeiro utilizados nos trabalhos empíricos analisados; e iii) apresentar o resultado de 20 estudos empíricos que abordaram a relação entre o desempenho econômico-financeiro e a adesão aos indicadores ESG de diversas empresas.

A relevância e a contribuição desta pesquisa estão diretamente relacionadas à crescente demanda da sociedade civil por instituições mais socialmente responsáveis. Nesse sentido, os resultados apresentados poderão auxiliar na decisão de alocação de recursos de investidores e empresas, bem como contribuir para a tomada de decisão por parte de legisladores e órgãos reguladores. A título de exemplo, a recente publicação da Resolução 5.081/2023 do Conselho Monetário Nacional (CMN) pelo Banco Central do Brasil (BACEN) formaliza padrões e

critérios socioambientais que devem ser atingidos para a concessão do chamado Crédito Rural (CMN, 2023).

2.2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta de forma cronológica o surgimento e desenvolvimento dos conceitos de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e de ESG (*Environment, Social and Governance*), este último referente às práticas empresariais que priorizam a sustentabilidade ambiental, a responsabilidade social e a governança corporativa. Adicionalmente, são apresentadas as principais teorias e hipóteses acerca da relação entre desempenho econômico-financeiro e desempenho social corporativo. Por fim, são apresentadas as principais métricas e variáveis utilizadas em testes empíricos na literatura recente.

2.2.1 SURGIMENTO E DESENVOLVIMENTO DOS CONCEITOS DE RSC E ESG

Os conceitos de RSC e ESG vêm sendo amplamente discutidos nas últimas décadas. A RSC pode ser definida como a prática empresarial que visa contribuir para o desenvolvimento sustentável da sociedade, tendo em conta os impactos da atividade empresarial no meio ambiente, nas comunidades em que atua e nos seus stakeholders. Já o conceito de ESG é mais abrangente e engloba não só as dimensões sociais e ambientais, mas também a dimensão de governança corporativa. O surgimento e desenvolvimento desses conceitos estão diretamente relacionados com o processo de globalização, a crescente complexidade do mundo empresarial e as mudanças no comportamento dos consumidores e investidores.

O termo “responsabilidade social corporativa” surgiu na década de 1950 e incorporou diferentes definições conceituais com o passar dos anos. Considerado por muitos como um dos precursores desse debate, Bowen (1953, p. 6) define inicialmente as responsabilidades sociais das corporações como sendo as “[...] obrigações dos homens de negócios em perseguir as políticas, a tomar decisões ou a seguir linhas de ação que fossem desejáveis em termos de objetivos e valores para a sociedade.”

A partir da década de 1960, a noção de responsabilidade social corporativa passa a ter um caráter mais claro e abrangente. Na definição de Davis (1960, p. 70), “o termo está ligado às decisões e ações tomadas por homens de negócios por motivações além de interesses meramente econômicos”. Essa ideia está em consonância com o conceito de externalidade desenvolvido por Arthur C. Pigou na década de 1920, que se refere às consequências a terceiros

que não são precificadas ou consideradas pelo agente que toma a decisão de produção. Dessa forma, o conceito de responsabilidade social passa a atribuir maior relevância à relação entre empresa e sociedade civil, reconhecendo o impacto que uma tem sobre a outra.

Na década de 1970, outras definições conceituais do termo foram elaboradas, como a definição de Johnson, segundo a qual:

Uma empresa socialmente responsável é aquela em que os administradores conseguem balancear interesses múltiplos. Ao invés de esforçarem-se somente por maiores lucros aos seus acionistas, uma empresa responsável deve considerar também seus empregados, fornecedores, intermediadores, comunidades locais e nação.¹ (Johnson 1971, p. 50)

Ao final da década de 1970 surge uma das mais influentes e consolidadas definições de responsabilidade social corporativa: de acordo com Carroll (1979), responsabilidade social corporativa se refere ao desempenho corporativo em 4 esferas de responsabilidade: econômica, legal, ética e discricionária. O autor afirma ainda que as categorias são totalmente independentes, não sendo mutuamente excludentes ou aditivas. Nas palavras do autor, “A responsabilidade social corporativa dos negócios abrange as expectativas econômicas, legais, éticas e discricionárias que a sociedade possui em relação às organizações em determinado período de tempo” (Carroll, 1979).

No entanto, a RSC só começou a ser amplamente discutida e adotada pelas empresas a partir dos anos 1990. Nesta década, as empresas começaram a ser cada vez mais pressionadas pelos consumidores, investidores e pela sociedade em geral para assumir um papel mais ativo na resolução de problemas sociais e ambientais. Além disso, a globalização e a crescente complexidade do mundo empresarial tornaram a RSC uma questão cada vez mais importante. A partir dos anos 2000, a RSC começou a ser vista como uma questão central para as empresas, que começaram a adotar práticas empresariais mais responsáveis e a integrar a RSC em sua estratégia de negócios. Além disso, os consumidores e investidores começaram a valorizar cada vez mais as empresas que adotavam práticas empresariais responsáveis, o que levou muitas empresas a adotarem a RSC como uma forma de melhorar sua posição no mercado.

O conceito de Empresa Sustentável e Responsável (ESG) surgiu em 2004, em uma publicação do Banco Mundial, em parceria com o Pacto Global da Organização das Nações Unidas (ONU), além de instituições financeiras de diversos países, chamada “*Who Care Wins*”

¹ “A socially responsible firm is one whose managerial staff balances a multiplicity of interests. Instead of striving only for larger profits for its stockholders, a responsible enterprise also takes into account employees, suppliers, dealers, local communities, and the nation”. (Johnson 1971, p. 50)

(Ganha quem se importa), como uma forma de ampliar o conceito de RSC e incluir a dimensão de governança corporativa. A governança corporativa refere-se ao conjunto de práticas e processos que visam garantir a transparência, a ética e a responsabilidade das empresas em relação aos seus *stakeholders*².

O texto publicado pelo Banco Mundial foi resultado de uma provocação do então secretário-geral da ONU, Kofi Annan, a 50 grandes instituições financeiras do mundo, com o objetivo de buscar uma forma de integrar os fatores ESG ao mercado de capitais. Em setembro de 2015, os principais líderes mundiais se reuniram na sede da Organização das Nações Unidas (ONU), em Nova York, e estruturaram um plano que tem como principais objetivos o combate à miséria, a manutenção da paz e prosperidade da população mundial e a proteção do planeta terra. O plano ficou conhecido como Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, e resultou na criação de 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). Entre a lista dos ODS, diversos objetivos se relacionam diretamente com uma atuação da iniciativa privada como protagonista, como Agricultura Sustentável, Igualdade de Gênero, Energia Limpa e Produção Responsável.

Nos últimos anos, o conceito de ESG tem sido cada vez mais adotado por investidores e empresas em todo o mundo. As empresas estão cada vez mais reconhecendo a importância de adotar práticas empresariais responsáveis e transparentes para garantir seu desempenho financeiro a longo prazo. A adoção do conceito de ESG também tem sido impulsionada pela regulamentação e pela pressão da sociedade civil. Em muitos países, as empresas são obrigadas por lei a publicar relatórios de sustentabilidade e a adotar práticas empresariais responsáveis. Além disso, a sociedade civil tem pressionado as empresas a assumirem um papel mais ativo na resolução de problemas sociais e ambientais.

Em função do desenvolvimento do debate acerca da temática ESG e de sua difusão pelos mercados internacionais (financeiro e de capitais), as empresas passaram a incorporar em suas demonstrações financeiras relatórios que apresentam suas práticas de responsabilidade socioambiental e de governança corporativa. O surgimento de tais relatórios traz consigo a demanda por agências independentes de ratings, responsáveis pela compilação e divulgação dos

² De acordo com Freeman (1984, p. 46), stakeholder seria qualquer grupo ou indivíduo que afeta e é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa. Essa definição tem semelhança com a ideia inicial do termo, cunhada em um memorando interno do Instituto de Pesquisa de Stanford (Stanford Research Institute – SRI) em 1963, em que a palavra é utilizada para designar todos os grupos e pessoas sem os quais a empresa deixaria de existir.

dados, bem como pelo desenvolvimento e divulgação de uma metodologia específica para quantificar as informações apresentadas pelas empresas.

O desenvolvimento da temática ESG também vem suscitando debates e pesquisas no meio acadêmico acerca da relação entre a adesão às práticas de sustentabilidade e o desempenho econômico-financeiro das empresas. Em 1972, Moskowitz (1972) foi pioneiro ao realizar um estudo empírico para analisar o desempenho de ações de empresas consideradas socialmente responsáveis, tendo essas empresas apresentado uma taxa de retorno de suas ações superior aos principais índices de mercado, como o índice Dow-Jones. Em contrapartida, Vance (1975) publicou um estudo que indicava uma correlação negativa entre o nível de responsabilidade social de empresas e sua respectiva performance no mercado de ações.

2.2.2 TEORIA DOS STAKEHOLDERS X TEORIA DOS SHAREHOLDERS

O papel das empresas na sociedade contemporânea é objeto de interesse de pesquisadores há décadas. No início da década de 1930, um dos mais importantes debates acerca do tema foi travado entre dois estadunidenses professores de direito: Merrick Dodd e Adolf A. Berle. Ambos debateram publicamente sobre a responsabilidade das empresas, no que ficou conhecido como o debate Berle-Dodd. Na visão de Berle, os interesses dos acionistas deveriam ser o principal objetivo das empresas. Dodd, em contrapartida, argumentava que o direito deve reconhecer que as corporações não devem servir tão somente à maximização dos lucros dos acionistas, mas também deve proteger outros interesses relevantes, como por exemplo os consumidores e os empregados.

A área de pesquisa relacionada à administração estratégica também teve contribuição direta para o debate acerca da responsabilidade empresarial. Em 1984, Edward Freeman publicou o livro *Strategic management: a stakeholder approach*, introduzindo o que conhecemos hoje como teoria do *stakeholder*. A teoria de Freeman afirma que quanto melhor uma empresa conseguir gerenciar seu relacionamento com seus *stakeholders*, mais sucesso terá ao longo do tempo. O sucesso real da empresa está, portanto, diretamente ligado à satisfação dos interesses dos *stakeholders*, não apenas dos acionistas. Nesse contexto, a teoria dos *stakeholders* indica a possibilidade de que exista sinergia entre a aderência aos padrões ESG e a performance financeira das empresas. Tal sinergia pode ser exemplificada de diversas formas: empregados mais satisfeitos serão mais produtivos e motivados em suas tarefas; clientes satisfeitos serão mais facilmente fidelizados; e fornecedores satisfeitos serão mais propensos a oferecer vantagens, como prazo e descontos. (Freeman, 1984)

Em linha com os argumentos apresentados por Freeman, em 1995 Michael Porter e Class Van der Linde publicaram uma série de artigos acerca do tema. De acordo com os autores, a imposição de determinados padrões ou regulamentações ambientais pode agir como um gatilho para inovações nas empresas. Tais inovações tecnológicas poderiam compensar de forma parcial ou integral o respectivo custo de implementação ou adesão às normas (Michael Porter e Class Van der Linde, 1995, p. 98). Tal argumento ficou conhecido como hipótese ganha-ganha, ou hipótese de Porter. De acordo com os autores:

Nenhum sucesso duradouro pode vir de políticas que prometem que o ambientalismo triunfará sobre a indústria, nem de políticas que prometem que a indústria triunfará sobre o ambientalismo. Em vez disso, o sucesso deve envolver soluções baseadas em inovações que promovem ambos, ambientalismo e competitividade industrial.³

Em contrapartida aos argumentos apresentados na teoria dos *stakeholders*, Milton Friedman defende que a responsabilidade social das empresas consiste na utilização dos recursos próprios em atividades que tenham como propósito incrementar seu lucro, desde que tais atividades estejam dentro dos limites da lei (Milton Friedman, 1962, página 133). As ideias propostas por Friedman deram origem ao que hoje se denomina teoria dos *shareholders*, e têm como base o conceito de primazia do acionista, ou *shareholder primacy*. De acordo com tal conceito, os administradores de empresas devem tomar decisões com foco primário no resultado financeiro da corporação e, conseqüentemente, no interesse dos acionistas. Considerando as ideias propostas por Friedman, o engajamento em atividades voltadas aos padrões ESG poderia representar uma deterioração da situação financeira das empresas, uma vez que tais atividades representam gastos adicionais, bem como um fluxo negativo de caixa e um resultado líquido menor ao se apurar a demonstração de resultado do exercício.

A teoria da agência, apresentada por Jensen e Meckling (1976) também pode ser utilizada para se analisar as possíveis decisões das empresas em relação à adesão aos padrões ESG. De acordo com os autores, existe um conflito de interesses entre acionistas e administradores - em determinadas situações, os administradores podem tomar decisões baseadas em seu próprio interesse individual, em detrimento do interesse dos acionistas. Os administradores podem, por exemplo, decidir investir em projetos voltados à responsabilidade socioambiental para melhorar sua reputação em meio à sociedade e ao ambiente corporativo às

³ “No lasting success can come from policies that promise that environmentalism will triumph over industry, nor from policies that promise that industry will triumph over environmentalism. Instead, success must involve innovation-based solutions that promote both environmentalism and industrial competitiveness.” (Michael Porter e Class Van der Linde, 1995, p. 98)

custas dos acionistas (Barnea & Rubin, 2010). Adicionalmente, investimentos voltados à adesão aos padrões ESG também se traduzem em um sacrifício de outros possíveis investimentos e projetos, que poderiam ser mais lucrativos para a empresa (Schuler & Cording, 2006).

De acordo com Dahlberg e Wiklund (2018), o esforço das empresas para se adequarem aos padrões ESG pode implicar em perdas financeiras no curto prazo, embora no longo prazo o efeito líquido possa ser positivo, tendo em vista a possibilidade de geração de valor através de facilidades no mercado de crédito ou até mesmo incremento no valor de mercado de empresas de capital aberto, com o advento dos fundos ESG. Nesse sentido, podemos concluir que administradores mais focados em resultados de curto prazo possivelmente apresentarão maior resistência no direcionamento de recursos para investimentos em projetos que visam à melhoria no nível de sustentabilidade das empresas.

2.2.3 HIPÓTESES

De acordo com Surroca, Tribó e Waddock (2010), são três as possibilidades acerca donexo causal entre desempenho sustentável ESG (ambiental, social e governança) e o desempenho econômico (financeiro) das empresas: o desempenho sustentável pode ser causa do desempenho financeiro (primeira hipótese); o desempenho financeiro pode ser causa do desempenho sustentável (segunda hipótese); ou ainda pode existir sinergia (relação sinérgica) entre as variáveis – o desempenho financeiro é causa e consequência do desempenho sustentável (terceira hipótese).

Em seu estudo *The Corporate Social-Financial Performance Relationship – A Typology and Analysis*, os autores Preston e O’Bannon (1997) afirmam ainda que as variáveis apresentadas podem estar associadas positivamente, negativamente ou simplesmente não terem qualquer relação.

Imagem 1: Impacto e nexo causal entre as variáveis

Nexo causal		Impacto	
		Positivo	Negativo
Desempenho social	→ Desempenho financeiro	1. Hipótese do impacto social	2. Hipótese do tradeoff
Desempenho financeiro	→ Desempenho social	3. Hipótese dos recursos disponíveis	4. Hipótese do oportunismo gerencial
Desempenho social	↔ Desempenho financeiro	5. Hipótese da sinergia positiva	6. Hipótese da sinergia negativa

Fonte: elaboração própria

Fonte: elaboração própria

A primeira hipótese, denominada “hipótese do impacto social”, indica que o desempenho social das empresas impacta positivamente seu desempenho financeiro. Tal hipótese corrobora a visão da teoria dos *stakeholders* de Freeman (1984). Entre as possíveis explicações que suportariam tal hipótese, Malik (2015) aponta que melhores práticas de sustentabilidade e governança corporativa podem impactar positivamente a produtividade dos colaboradores, além de melhorar a imagem da empresa junto a investidores, clientes e fornecedores.

De acordo com a “hipótese do trade-off”, entretanto, o desempenho social impactaria negativamente o desempenho financeiro das empresas. Essa segunda hipótese corrobora os argumentos defendidos pela teoria dos *shareholders*, de Friedman (1970), segundo a qual os investimentos realizados para aderir aos padrões ESG acarretariam em um aumento de gastos e conseqüentemente um impacto negativo no resultado da empresa.

A terceira hipótese, denominada “hipótese dos recursos disponíveis”, considera que um melhor desempenho financeiro impacta positivamente o desempenho social de uma empresa. Nesse contexto, empresas com melhores resultados e maior disponibilidade de caixa terão maior capacidade de custear projetos voltados para adesão aos padrões de responsabilidade socioambiental (Waddock e Graves, 1997).

Em oposição à hipótese dos recursos disponíveis, a quarta hipótese, conhecida como “hipótese do oportunismo gerencial”, estabelece que o melhor desempenho financeiro das empresas pode levar a um pior desempenho social. Nesse caso em específico, uma vez que a empresa disponha de recursos disponíveis, os gestores priorizarão seus próprios interesses em detrimento de projetos que visem melhorar as práticas de sustentabilidade e governança corporativa. Tal hipótese corrobora a teoria da agência, de Jensen e Meckling (1976), onde os administradores poderiam aproveitar os resultados positivos da empresa para garantir melhores níveis de remuneração variável.

Por fim, as últimas duas hipóteses tratam de uma possível relação de sinergia entre o desempenho econômico-financeiro e o desempenho social das empresas. Adicionalmente, a hipótese de relação neutra entre tais métricas também é uma possibilidade. Nesse cenário, simplesmente não existiria correlação significativa, positiva ou negativa, entre desempenho financeiro e desempenho social. Ullman (1985) argumenta que existem tantas variáveis relacionadas ao desempenho financeiro e desempenho social das empresas, que não há razão para acreditar que tal relação exista, ou que possa ser medida de forma suficientemente precisa.

2.2.4 VARIÁVEIS DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Um dos principais desafios enfrentados pelos pesquisadores em estudos empíricos que analisam a relação entre desempenho econômico-financeiro e desempenho social se refere à escolha das variáveis a serem utilizadas nos modelos econométricos. Atualmente, não há consenso na literatura atual sobre quais métricas de desempenho financeiro são mais apropriadas para alcançar o objetivo proposto pelos pesquisadores. Apesar disso, duas possíveis abordagens são amplamente utilizadas: métricas contábeis (em inglês, “*accounting-based measures*”) e métricas de mercado (em inglês, “*market-based measures*”). Métricas de mercado estão relacionadas com o valor de mercado da empresa, levando em consideração a visão de investidores, em um ponto específico do tempo, enquanto as métricas contábeis são calculadas com base no desempenho da empresa dentro de um determinado intervalo de tempo.

A escolha entre as métricas pode impactar diretamente o resultado dos testes empíricos, uma vez que métricas contábeis e métricas de mercado focam em aspectos diferentes de desempenho, sendo ambas suscetíveis a possíveis vieses. Métricas contábeis estão relacionadas apenas ao histórico de desempenho financeiro da empresa (McGuire, Schneeweis, & Hill, 1986). Adicionalmente, dados contábeis de empresas podem ser suscetíveis à manipulação por parte dos administradores e diferenças entre normas contábeis (Branch, 1983). Ainda, de acordo com Hillman e Keim (2001), as medidas de mercado são mais precisas em demonstrar o real valor de mercado das empresas no longo prazo.

Visando evitar os problemas citados relativos às métricas contábeis, alguns autores utilizam métricas de mercado para medir o desempenho financeiro das empresas. De acordo com McGuire (1988), métricas de mercado apresentam diversas vantagens em relação às métricas contábeis: elas são menos suscetíveis a variações de normas e interpretações contábeis; são menos suscetíveis à manipulação ou interferência por parte dos administradores; e representam de forma mais adequada a avaliação dos investidores sobre a capacidade da empresa em gerar resultados futuros. Apesar de tais fatores, diversos autores também salientam as limitações e problemas que envolvem a utilização de métricas de mercado (McGuire, Schneeweis, & Branch, 1986). Com o objetivo de endereçar as limitações das duas possíveis abordagens, muitos autores têm optado por considerar métricas de mercado e métricas contábeis em seus modelos econométricos.

Entre as métricas contábeis, se destacam na literatura recente os seguintes indicadores:

1. Retorno sobre ativos (ROA): o indicador de retorno sobre ativos (ROA) é calculado pela divisão do lucro líquido pelo ativo total da empresa, sendo usualmente expresso em

porcentagem. Dessa forma, o ROA indica o nível de rentabilidade de uma empresa em relação aos seus recursos disponíveis. Empresas mais eficientes e com melhor produtividade tendem a apresentar um maior índice de retorno sobre ativos. O ROA é a medida de desempenho financeiro mais utilizada na literatura recente, como em trabalhos já citados como Preston O'Bannon (1997) e Waddock e Graves (1997), que são considerados pioneiros na investigação entre desempenho financeiro e desempenho social de empresas;

2. Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE): o ROE também é um indicador amplamente utilizado na literatura recente, sendo calculado através da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido da empresa, e usualmente expressado em porcentagem. Em outras palavras, o ROE indica o valor que uma empresa consegue gerar a partir do que foi aplicado pelos seus acionistas;
3. Lucro por ação (LPA): o LPA é um dos múltiplos fundamentalistas mais utilizados por analistas e investidores no mercado financeiro e por esse motivo também é amplamente utilizado como métrica em testes empíricos, sendo calculado pela divisão do lucro líquido pelo número de ações que a empresa possui.

Em relação às métricas de mercado, os seguintes indicadores são amplamente utilizados nos testes empíricos que tratam do tema abordado por este trabalho:

1. Q de Tobin: O Q de Tobin é uma das métricas de mercado mais utilizadas como proxy para definir o valor de mercado de uma empresa, sendo calculado através da razão entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição de ativos. Nesse caso, o valor de mercado é calculado multiplicando-se a quantidade pela cotação média das ações da empresa. De acordo com Famá e Barros (2000), o Q de Tobin vem sendo cada vez mais utilizado em pesquisas na área de economia e finanças corporativas como medida de valor da empresa. Lindenberg e Ross (1981) apontam que um Q de Tobin maior que 1 indica que o valor do capital físico investido é maior que o custo incorrido e, conseqüentemente, que há um incentivo para a empresa aumentar seus investimentos. Em contrapartida, se o Q de Tobin for menor que 1, não há estímulo para ampliação dos investimentos. É importante ressaltar que o valor de mercado das ações, utilizado no cálculo do Q de Tobin, também é uma métrica de mercado amplamente utilizada em pesquisas recentes, pois representa diretamente o valor de mercado da empresa no mercado de ações;

2. *Market-to-book* (MTB): o MTB é outra métrica de mercado comumente utilizada em pesquisas sobre economia e finanças, sendo calculada pela razão entre o valor de mercado e o patrimônio líquido da empresa. Um MTB superior a 1 indica que o mercado estabelece que a empresa vale mais do que está registrado contabilmente.

2.2.5 VARIÁVEIS DE DESEMPENHO ESG

Os dados referentes ao desempenho socioambiental e de governança corporativa (ESG) são atualmente compilados e divulgados por agências de rating, que emergiram em resposta às demandas de investidores interessados em tais informações, com o objetivo de investir em empresas mais sustentáveis e socialmente responsáveis. Na última década, a indústria de agências de rating ESG cresceu consideravelmente, aperfeiçoando e consolidando metodologias específicas para medir de forma mais precisa o desempenho de empresas ao redor do mundo. As principais bases de dados utilizadas nos estudos empíricos analisados se referem às empresas Bloomberg, REFINITIV (Thomson Reuters) e MSCI (Morgan Stanley Capital International). Embora tais agências tenham metodologias independentes e que diferem entre si, existe um consenso na forma de divulgar os indicadores de desempenho – 3 indicadores individuais (E, S e G) e um indicador consolidado (ESG Combinado). As definições elencadas a seguir foram baseadas na metodologia utilizada pela empresa Thomson Reuters, cuja base de dados é amplamente utilizada na literatura atual.

O indicador E (*Environment*) representa o desempenho da empresa em relação à temática ambiental e considera diversos fatores específicos, como: i) a capacidade da empresa em reduzir o uso de energia ou água e encontrar soluções mais eco eficientes; e ii) a eficácia na redução de emissões nos processos produtivos.

O indicador S (*Social*) representa o desempenho da empresa em relação à temática social e considera fatores específicos como: i) o nível de satisfação dos trabalhadores, a segurança no ambiente de trabalho, a diversidade e a igualdade de oportunidades; ii) a eficácia da empresa em respeitar as convenções fundamentais de direitos humanos; iii) a proteção da saúde pública e o respeito à ética nos negócios; e iv) a capacidade da empresa de fabricar produtos e serviços de qualidade que integram a saúde e segurança do cliente, além da integridade e privacidade dos dados.

O indicador G (*Governance*) está relacionado ao nível de governança corporativa da empresa, sendo composto por fatores como: i) comprometimento da empresa em seguir as melhores práticas e princípios de governança corporativa e de transparência; e ii) a eficácia da empresa em relação à igualdade de tratamento aos acionistas.

O indicador ESG Combinado é calculado com base na média ponderada dos indicadores E, S e G. Adicionalmente, o indicador consolidado também considera possíveis ocorrências controversas que envolvam a empresa. O nível de ESG de controvérsias é calculado com base em tópicos relacionados ao envolvimento da empresa em escândalos cobertos pela mídia, como fraudes fiscais, trabalho infantil e atividades em países não democráticos.

2.2.6 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Além das variáveis dependentes e explicativas citadas, a literatura recente sugere a consideração de variáveis de controle representativas de atributos específicos das empresas, como o tamanho das empresas, seu nível de endividamento e a indústria ou setor em que a empresa está inserida. Entre as principais variáveis de controle observadas, se destacam as seguintes:

1. Tamanho ou dimensão: de acordo com Waddock e Graves (1997), podemos assumir que maiores empresas apresentam maior propensão a serem mais socialmente responsáveis. Além de valorizarem mais sua relação com os *stakeholders*, empresas maiores terão mais recursos disponíveis para investir em projetos relacionados às práticas ESG. O tamanho da empresa também pode estar diretamente relacionado ao seu desempenho financeiro através da economia de escala – o aumento na quantidade produzida pode resultar em redução no custo unitário dos produtos vendidos, consequentemente aumentando a margem de lucro da operação. O tamanho das empresas pode ser definido de diversas formas, como o número total de funcionários, o total de ativos ou o total de faturamento em um exercício fiscal. Belkaoui e Karpik (1989) consideram o logaritmo natural da receita líquida, enquanto Trotman e Bradley (1981) consideram tanto o faturamento como o total de ativos. De acordo com Kimberly (1976), tais métricas são bastante similares e fortemente correlacionadas;
2. Setor industrial: assim como o tamanho da empresa, o setor em que a empresa atua pode afetar diretamente seu nível de engajamento às práticas ESG. Dierkes e Preston (1997) afirmam que empresas que atuam em setores relacionados a recursos naturais, ou cujas

operações podem impactar diretamente o meio ambiente, tendem a ter uma maior preocupação com as práticas ambientais. Da mesma forma, empresas que possuem relações mais diretas com seus consumidores tendem a investir mais em sua reputação em meio à sociedade. Como forma de controlar tais efeitos nos modelos econométricos, diversos autores consideram a criação de uma variável *dummy* para definir empresas ligadas a setores sensíveis, como álcool, tabaco, petróleo e gás, mineração e siderurgia;

3. Alavancagem ou endividamento: a variável endividamento pode ter impacto relevante nas decisões da empresa em aderir aos padrões ESG. Os contratos de empréstimos e financiamentos firmados atualmente com bancos comumente apresentam cláusulas de vencimento antecipado, chamadas de *covenants*. Tais cláusulas são utilizadas para proteger os interesses dos credores através de obrigações e compromissos legais assumidos pelo mutuário. Em muitos casos, tal mecanismo estabelece em contrato obrigações ambientais e trabalhistas por parte da empresa tomadora do empréstimo. Por essa razão, empresas com maiores níveis de alavancagem podem apresentar um maior nível de investimento em projetos relacionados às práticas ESG.

2.3 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Diante do objetivo de investigar a relação entre os indicadores ESG e os indicadores econômico-financeiros das empresas, este estudo foi elaborado com base em uma abordagem de pesquisa qualitativa e descritiva, centrada no exame, análise e sumarização dos resultados de trabalhos empíricos relevantes da literatura recente. Foram utilizadas as ferramentas de pesquisa *Web of Science* (WoS), Taylor & Francis e Google Acadêmico (*Google Scholar*). Como palavras-chave utilizadas, foram considerados os termos listados a seguir: “relação entre ESG + desempenho financeiro”; e “indicadores ESG + desempenho financeiro”. A pesquisa foi limitada a estudos publicados em Português e Inglês no período entre os anos 2000 e 2023. Após revisão do título e resumo das publicações encontradas nas ferramentas de pesquisa, 25 trabalhos foram selecionados como relevantes para a construção deste artigo.

Os resultados dos trabalhos empíricos analisados foram organizados a seguir através de 2 quadros: quadro 1) estudos que apresentaram relação positiva entre desempenho ESG e desempenho econômico-financeiro; e quadro 2) estudos que não apresentaram correlação significativa entre as variáveis e estudos com resultados mistos ou inconclusivos. Importante ressaltar que o desenho inicial do presente artigo consistia na apresentação de 3 quadros, sendo

os dois previamente citados (quadros 1 e 2) e um terceiro quadro adicional, contendo os estudos que apresentaram correlação negativa entre as variáveis. Entretanto, não foram identificados estudos que apresentassem como resultado uma correlação negativa entre as variáveis e, por esse motivo, o quadro foi suprimido do artigo.

Quadro 1: estudos que apresentaram relação positiva entre desempenho ESG e desempenho econômico-financeiro

Autore s/ano	Proxy CSP	Proxy CFP	Variáveis de controle	Dados e metodologia	Resultados, conclusões e limitações
Garcia, Mendes Da-Silva e Orsato (2017), Países do BRICS	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)	Índice de risco sistemático, índice de endividamento, fluxo de caixa livre, market capitalization (valor de mercado das ações) e retorno sobre ativos.	Tamanho e setor (se sensível ou não)	O estudo utilizou dados de 365 empresas de capital aberto de países do chamado BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) no período entre 2010 e 2012. Foram desconsideradas do estudo empresas do setor financeiro. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.	Os resultados do estudo sugerem uma relação positiva entre os indicadores S (Social) e E (Environmental) com o valor de mercado das empresas (variável market capitalization). Adicionalmente, foi observada uma relação em formato de "U-invertido" entre o índice de risco sistemático e a performance ESG das empresas. Em outras palavras, empresas com índices de risco sistemático muito baixos ou muito altos apresentam uma pior performance ESG. O modelo estatístico

					apresentado no estudo indica uma relação negativa entre as variáveis "E" e "ROA", o que significa que empresas com maior desempenho no indicador de sustentabilidade apresentaram menores níveis de lucratividade.
Alexandre e Sanches Garcia (2017), Brasil	Indicador ESG (Thomson Reuters ASSET4)	Retorno sobre ativos (ROA) e Desempenho financeiro baseado no mercado, ou fluxo de caixa descontado (DCF). O DCF é estimado através da razão entre o fluxo de caixa e o custo médio ponderado do capital.	Tamanho da empresa, market capitalization, nível de alavancagem e setor (sensível ou não)	A amostra é composta por empresas de dois países emergentes e treze países desenvolvidos. Os dados se referem ao período entre 2007 e 2014. Já desconsiderando os outliers, a população amostra compreendeu 2.165 empresas. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.	Os resultados do estudo apontam para uma influência positiva e significativa dos indicadores ESG no desempenho econômico-financeiro. Os indicadores ESG e ROA apresentaram uma associação estatisticamente significativa (positiva) em ambas direções, o que reforça a "hipótese de sinergia positiva". Nesse cenário, melhores níveis de indicadores ESG levam a maiores níveis de rentabilidade e vice-versa, no que poderíamos

					<p>descrever como um ciclo virtuoso. O mesmo resultado foi observado em relação à relação entre indicadores ESG e o fluxo de caixa desconto (DCF).</p> <p>Entretanto, ao analisar os dados separadamente entre países desenvolvidos e países emergentes, os resultados são distintos. Os países emergentes apresentaram uma relação negativa entre indicadores ESG e o desempenho financeiro, enquanto países classificados como desenvolvidos apresentaram relação positiva. O ambiente institucional e as diferenças de cultura e percepção dos stakeholders são possíveis influenciadores de tais diferenças. De acordo com o próprio autor, as limitações do estudo</p>
--	--	--	--	--	---

					estão relacionadas ao número restrito de países e ao período dos dados.
Camila Bezerra Correia Neves (2022), Brasil	Desempenho ESG, mensurado pelo Índice de Práticas ESG Corporativas (IESG); pela quantidade de emissões de carbono (EC) em toneladas; e pelos investimentos em pesquisa e desenvolvimento ambiental (P&DA).	Q de Tobin, Retorno sobre ativos (ROA)	Tamanho da empresa, nível de alavancagem, percentual de crescimento da receita, setor (se sensível ou não)	A população amostral compreende todas as empresas brasileiras de capital aberto que divulgaram Relatório de Sustentabilidade entre os anos de 2010 e 2021. Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, com informações financeiras incompletas e empresas com patrimônio líquido negativo. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.	Os resultados do estudo apontam para uma relação positiva entre o desempenho ESG e a performance financeira das empresas. Em relação às variáveis de controle, o tamanho da empresa apresentou relação positiva com a performance financeira, ao contrário do nível de alavancagem, que apresentou relação negativa. Como fatores de limitação do estudo, é importante mencionar que a autora estabeleceu metodologia própria para qualificar o desempenho ESG das empresas, com base nos Relatórios de Sustentabilidade divulgados.
Thaynara Cavalcanti (2020), Brasil	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado	Retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, lucro	Tamanho da empresa, nível de alavancagem e setor (se	Foram considerados dados de todas as empresas brasileiras de capital aberto com	Os resultados do estudo apontaram para uma relação positiva entre o desempenho ESG e

	(Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)	por ação, Q de Tobin e retorno acionário	sensível ou não)	dados divulgados relativos ao desempenho ESG entre o período de 2012 a 2018, totalizando 64 empresas. Os dados contábeis foram analisados com defasagem temporal de 1, 2, 3 e 4 anos, ao contrário dos indicadores de mercado, que foram analisados sem defasagem temporal. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.	o desempenho financeiro quando utilizadas defasagens temporais de 1, 2 e 3 anos. Tais resultados indicam um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas tanto no curto quanto no médio ou longo prazo. O desempenho financeiro também apresentou relação positiva com o desempenho ESG, o que corrobora a hipótese dos recursos disponíveis: organizações com maior disponibilidade financeira tendem a investir mais em práticas de sustentabilidade corporativa.
Emmerson Chiniga (2023), Austrália	Score ESG (FTSE/JSE Responsible Index), medido de 1 a 5	Q de Tobin, Retorno sobre ativos (ROA) e Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Tamanho da empresa, nível de alavancagem, market capitalization, e margem operacional bruta	Foram considerados dados de 40 empresas, de 2015 a 2019, listadas no FTSE/JSE Responsible Index, um índice que tem como objetivo	Os resultados do estudo apontam para um efeito positivo e significativo do desempenho ESG em todos indicadores de performance

				<p>medir o desempenho ESG de empresas da África do Sul. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel</p>	<p>financeira (Q de Tobin, ROA e ROE). Em relação às variáveis de controle, o modelo estatístico aponta para uma relação negativa entre o nível de alavancagem e o retorno sobre ativos, mas uma relação positiva entre o nível de alavancagem e o Q de Tobin. Entre as limitações do estudo estão o tamanho da população, que considera apenas 40 entidades listadas no FTSE/JSE index. Adicionalmente, as empresas pertencem a diferentes setores e tal fator não foi considerado como variável de controle. Como empresas de diferentes setores podem apresentar diferenças relevantes em relação à adesão ao ESG e ao desempenho financeiro, tal limitação pode impactar de forma relevante o</p>
--	--	--	--	--	---

					resultado dos modelos propostos.
Caterina De Lucia (2020), Itália	Environmental, Social e Governance (Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)	Retorno sobre ativos e retorno sobre patrimônio líquido	Não foram definidas variáveis de controle	Foram considerados dados de 1.038 empresas Europeias de capital aberto, de 2018 a 2019. Os dados foram analisados através de modelos de regressão logística e machine learning.	Os resultados dos modelos de machine learning sugerem que ambos indicadores de desempenho financeiro podem ser perfeitamente previstos através de algoritmos, com base nos dados de indicadores ESG. Adicionalmente, os resultados apontam que a relação entre indicadores ESG e performance financeira é mais relevante para empresas que investem em inovação ambiental e em políticas de diversidade e oportunidades.
Zaman e Ellili (2022), Emirados Árabes Unidos	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Bloomberg ESG Disclosure Scores)	Retorno sobre ativos e retorno sobre patrimônio líquido	Tamanho da empresa, idade da empresa e nível de alavancagem	Foram considerados dados de 5 bancos dos Emirados Árabes Unidos (UAE) entre o período de 2014 a 2019. Os dados foram analisados através do método de regressão linear múltipla.	Os resultados do estudo indicam um impacto significativo e positivo do indicador ESG Combinado na performance financeira dos bancos. Analisando os indicadores ESG individualmente, o indicador "S"

					(Social) também apresentou impacto significativo e positivo na performance financeira, enquanto os demais indicadores (Governance e Environmental) não apresentaram impacto significativo
Patrick Velte (2017), Alemanha	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)	Retorno sobre ativos e Q de Tobin	Despesa com pesquisa e desenvolvimento (R&D), índice de risco sistemático, nível de alavancagem, tamanho da empresa e setor (indústria ou serviços)	O estudo utilizou dados de empresas alemãs de capital aberto para o período de 2010 a 2014, totalizando 412 observações. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla.	Os resultados do estudo apontam para uma influência significativa e positiva dos indicadores ESG (combinado e individuais) no retorno sobre ativos das empresas analisadas. O Q de Tobin não apresentou relação significativa com os indicadores ESG. Em relação às variáveis de controle, os resultados do estudo apontam para uma relação significativa e negativa entre os indicadores ESG e as variáveis "índice de risco sistemático" e "alavancagem".

					Tais resultados sugerem que quanto pior for a performance da empresa em relação à sustentabilidade, governança e responsabilidade social, maior será o risco sistemático e o nível de endividamento.
Amritha e Balasubramanian (2019), Índia	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado, de 0 a 100 (Yahoo Finance)	Q de Tobin	Tamanho da empresa despesa com pesquisa e desenvolvimento, retorno sobre ativos e taxa de crescimento da receita	O estudo utilizou dados de 35 empresas listadas entre as 500 maiores empresas de capital aberto nos Estados Unidos. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla	Os resultados do estudo apontam para uma relação significativa e positiva entre a variável ESG combinado e a performance financeira das empresas. Os indicadores ESG, quando analisados individualmente, também apresentaram influência significativa e positiva na performance financeira. Em relação às variáveis de controle, o tamanho da empresa apresentou relação significativa e positiva com o desempenho

					financeiro das empresas
--	--	--	--	--	-------------------------

Quadro 2: estudos que não apresentaram correlação significativa entre as variáveis e estudos com resultados mistos ou inconclusivos

Autores/a no	Proxy CSP	Proxy CFP	Variáveis de controle	Dados e metodologia	Resultados, conclusões e limitações
Mayra Martins (2022), Brasil	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Bloomberg ESG Disclosure Scores)	Q de Tobin, Market-to-book (MTB)	Tamanho da empresa, alavancagem financeira, crescimento das vendas, tempo de listagem na B3, ativo intangível, caixa, CAPEX, ROA e dividend yield	O estudo utilizou dados de 106 empresas listadas na bolsa de valores B3 que possuíam pontuação e divulgação ESG entre o período de 2012 a 2020. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.	Os testes estatísticos realizados no estudo revelaram que as empresas brasileiras não apresentaram relação significativa no geral entre os fatores ESG e seu respectivo valor de mercado, com exceção do fator S (Social). O índice ROA, utilizado como variável de controle, apresentou correlação positiva e significativa com as variáveis de valor de mercado, indicando que a rentabilidade das empresas é um fator relevante para o valor de mercado das empresas.

<p>Ebru Saygili (2021), Turquia</p>	<p>21 variáveis relacionadas aos conceitos ESG, avaliadas através de critérios estabelecidos pelo órgão regulador do mercado de capitais na Turquia</p>	<p>Q de Tobin, Retorno sobre ativos (ROA)</p>	<p>Tamanho da empresa, free float (percentual de ações disponíveis para negociação), presença de acionistas estrangeiros, margem de lucro líquida e giro do ativo (o quanto a empresa vende em relação ao total de ativos)</p>	<p>O estudo utilizou dados de empresas listadas na bolsa de valores da Turquia entre o período de 2007 e 2017. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.</p>	<p>Os resultados do estudo sugerem que os indicadores relacionados à sustentabilidade ambiental impactaram negativamente a performance financeira das empresas. Em contrapartida, as variáveis relacionadas à governança corporativa, ou transparência, apresentaram correlação positiva com a performance financeira. Em relação às limitações do estudo, se destaca o fato de que a divulgação de práticas ESG não eram obrigatórias durante o período analisado. Por esse motivo, divulgações relacionadas às práticas de sustentabilidade, por exemplo, não são divulgadas regularmente pelas empresas.</p>
-------------------------------------	---	---	--	--	---

<p>Oana Marina (2021) - Diversos países da Europa</p>	<p>Environmental (E): uso eficiente de recursos (Env_RU); redução de emissões e desperdício (Env_EM) e inovação ambiental (Env_IN). Social (S): força de trabalho (Soc_WF); direitos humanos (Soc_Hrights); comunidade (Soc_COM) e produtos responsáveis (Soc_PRD). Governance (G): gestão e supervisão (Gov_MN); direitos dos acionistas (Gov_SH) e estratégia de responsabilidade social (Gov_CSR).</p>	<p>Retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, Q de Tobin e taxa de retorno da ação</p>	<p>Tamanho da empresa, índice de adequação do capital, nível de alavancagem, razão entre empréstimos e depósitos (LDR), razão entre depósitos de clientes e o total do passivo, PIB per capita do país do banco, percentual de crescimento do PIB do país no ano</p>	<p>A população amostral compreende 39 bancos europeus, cujos dados foram coletados para o período entre 2010 e 2019. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.</p>	<p>Os resultados do estudo foram inconclusivos. Uma correlação positiva foi identificada entre redução de emissões e o retorno sobre ativos. Em contrapartida, diversas variáveis relacionadas aos indicadores S (Social) e G (Governance) apresentaram correlação negativa com a performance financeira dos bancos. O indicador social relacionado a produtos responsáveis (Soc_PRD), por exemplo, apresentou correlação negativa com o retorno sobre ativos (ROA). Tal relação pode ser explicada pelo contexto de risco e retorno de ativos. Produtos de maior risco podem apresentar maior</p>
---	---	---	--	--	--

					rentabilidade no curto prazo. As limitações do estudo estão relacionadas ao número reduzido de bancos considerados na amostra e ao período das observações. A base de dados Refinitiv não possui dados anteriores a 2010.
Amina Buallay (2019) – Reino Unido	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Bloomberg ESG Disclosure Scores)	Q de Tobin, Retorno sobre ativos (ROA) e Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Tamanho da empresa, PIB do país, nível de alavancagem da empresa e nível de transparência do governo	A população amostral compreende 2350 observações, com base em dados de 235 bancos de capital aberto, de países que integram a União Européia. Os dados se referem ao período de 2007 a 2016 e foram analisados através de regressão linear múltipla	Os resultados do estudo apontam para uma influência significativa positiva do indicador ESG combinado na performance financeira dos bancos. Entretanto, ao analisar os indicadores ESG individualmente, os resultados foram diferentes. O indicador "E", ligado à sustentabilidade, apresentou impacto positivo no ROE e no Q de Tobin; o indicador "S", por sua vez, apresentou

					<p>impacto negativo nos três indicadores de performance financeira. Por fim, o indicador "G" também apresentou impacto negativo nos indicadores ROA e ROE.</p> <p>Entre as limitações do estudo, podemos destacar o fato de que os dados coletados no início do período de análise podem não ter sido devidamente auditados, ou não serem plenamente confiáveis, uma vez que em 2007 a prática de divulgação de dados ESG ainda estava em sua etapa inicial.</p>
<p>Silvia Carnini Pulino (2022), Itália</p>	<p>Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)</p>	<p>Lucro antes dos juros e dos impostos (EBIT) e retorno sobre ativos (ROA)</p>	<p>Tamanho da empresa, localização geográfica da empresa, setor ou indústria da empresa e o nível de alavancagem</p>	<p>A população amostral compreende 2.630 observações, com base em dados de 263 empresas italianas de capital aberto no período de 2011</p>	<p>Os resultados do estudo apontam para influência significativa positiva entre todos indicadores ESG e o EBIT. Em contrapartida, o indicador "E" apresentou impacto negativo</p>

				a 2020. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel.	sobre retorno sobre ativos. Em relação às demais variáveis de controle, o nível de alavancagem apresentou relação negativa e significativa com os demais indicadores de performance financeira.
Hong Yuh Ching (2017), Brasil	Indicadores de qualidade dos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas empresas, com valores de 0 até 1	Retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, percentual de margem líquida, fluxo de caixa operacional, Q de Tobin, market capitalization e a razão preço sobre lucro da ação	Tamanho da empresa, despesa de capital (CAPEX) e nível de alavancagem	O estudo coletou dados de empresas brasileiras de capital aberto entre os anos de 2008 e 2014. No total foram considerados 218 relatórios de 51 diferentes empresas que fazem parte do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla	O resultado da relação entre indicadores de desempenho financeiro e a qualidade dos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas empresas brasileiras foi neutro. De acordo com os autores, uma possível explicação para a relação neutra entre as variáveis se deve ao fato de que os resultados financeiros positivos provenientes de uma conduta mais socialmente responsável são parcial ou integralmente

					compensados pelos custos envolvidos.
Khoury, Naimy e Iskandar (2021), Líbano	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)	Retorno sobre ativo, retorno sobre patrimônio líquido, retorno da ação no ano e preço sobre valor patrimonial	Tamanho da empresa e nível de alavancagem	O estudo considerou dados de 108 empresas do setor industrial do leste asiático, de 2011 a 2017, resultando em 7.326 observações. Os dados foram analisados através de regressão linear múltipla com dados em painel.	Os resultados do estudo apontam que o indicador ESG Combinado não apresentou relação significativa com as medidas contábeis (ROA e ROE). Adicionalmente, o indicador ESG combinado apresentou uma relação côncava com o retorno da ação e uma relação convexa com o preço sobre valor patrimonial. Quando analisados individualmente, os indicadores ESG também não apresentaram resultados inconclusivos em relação ao impacto na performance financeira das empresas. Os autores apontam que os resultados mistos podem estar relacionados ao fato de que a população

					<p>analizada se refere a empresas de mercados emergentes, com consumidores que podem ser mais orientados pelo preço dos produtos em detrimento do comportamento socialmente responsável das empresas.</p>
<p>Siew, Balatbat e Carmichael (2013), Austrália</p>	<p>Pontuação de divulgação ESG: excelente, bom, médio e ruim (banco de dados EIRIS)</p>	<p>Retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, retorno sobre capital investido, EBITDA (lucro antes dos juros, impostos e depreciação), lucro líquido, lucro por ação, dividendos pagos por ação, rendimento de dividendos (DY), índice preço lucro e valor de mercado líquido</p>	<p>Nenhuma</p>	<p>O estudo considerou dados de 17 empresas de construção civil com ações na bolsa australiana (ASX) entre os anos de 2008 e 2010</p>	<p>Os resultados do estudo sugerem uma correlação fraca (não significativa) entre o nível de divulgação das empresas e seu respectivo desempenho financeiro. Entre as limitações do estudo estão o tamanho amostral, de apenas 17 empresas, e o fato de não terem sido consideradas variáveis de controle, que podem impactar de forma significativa o resultado dos modelos propostos pelo autor</p>

		(enterprise value)			
Giannopoulos et al. (2022)	ESG Combinado (Refinitiv Eikon, Thomson Reuters)	Retorno sobre ativos e Q de Tobin	Tamanho da empresa e nível de alavancagem	O estudo considerou dados de 20 empresas norueguesas de capital aberto, que tiveram seus dados ESG divulgados durante o período de 2010 a 2019, gerando um total de 200 observações	Os resultados do estudo apontam para uma influência significativa e positiva entre os indicadores ESG e o indicador de mercado Q de Tobin. Em contrapartida, os indicadores ESG apresentam uma influência significativa e negativa no indicador ROA. Os autores afirmam que tais resultados apontam para um impacto negativo no curto prazo em métricas contábeis, mas um impacto positivo no crescimento e geração de valor no longo prazo
Ahlklo e Lind (2018), Noruega	Environmental, Social, Governance e ESG Combinado (Bloomberg e Sustainalytics)	Retorno sobre ativos, Q de Tobin e retorno das ações	Tamanho da empresa despesa com pesquisa e desenvolvimento e retorno sobre ativos, setor e país da empresa	A população amostral do estudo compreende 267 observações de empresas de capital aberto de países nórdicos, entre os anos de 2014 e 2018. Os	Os resultados do estudo não apontaram para qualquer relação significativa entre os indicadores ESG, tanto combinado quanto individualmente, e a performance

				dados foram analisados através de regressão linear múltipla	financeira das empresas
Stewart Jones (2007), Austrália	Pontuação em sustentabilidade calculada pelos autores através de critérios estabelecidos pelo Global Reporting Initiative (GRI)	Retornos anormais das ações, razão entre caixa e total de ativos, razão entre fluxo de caixa operacional e total de ativos, razão entre passivo total e patrimônio líquido, razão entre capital de giro e total de ativos, relação entre valor de mercado e o patrimônio líquido, total do patrimônio líquido por ação, razão entre CAPEX e total de ativos e índice de cobertura de juros	Tamanho da empresa, volatilidade dos retornos da ação, setor/indústria	Os autores coletaram dados das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores australiana (ASX). Os dados foram coletados através de relatórios anuais de sustentabilidade e o desempenho ESG foi classificado através de metodologia indicada pelo GRI (Global Reporting Initiative). Os dados coletados se referem aos anos de 2003 e 2004 e foram analisados através de regressão linear múltipla com dados em painel.	O estudo identificou uma relação negativa entre a pontuação em sustentabilidade e a variável de retornos anormais da ação. Em contrapartida, a variável relacionada ao desempenho em sustentabilidade apresentou relação significativa e positiva com outras variáveis de desempenho financeiro, como fluxo de caixa operacional e a razão entre lucros acumulados e o total do ativo

2.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo tem como objetivo geral investigar a relação entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros de empresas. Para endereçar tal objetivo, 20 estudos que abordaram o tema na literatura recente foram analisados. Os estudos foram apresentados em quadros com suas principais informações, como dados, variáveis e métodos utilizados, bem como seus respectivos resultados e possíveis limitações.

Em relação aos resultados dos 20 estudos analisados, 9 apontaram para uma relação positiva entre os indicadores ESG e o desempenho econômico-financeiro das empresas, enquanto 11 apresentaram resultados mistos ou inconclusivos. Não foram identificados estudos que apontassem de forma convincente para uma relação negativa entre as variáveis, com exceção da pesquisa publicada por Alexandre Sanches Garcia (2017), onde empresas de diferentes nacionalidades foram analisadas primeiramente em conjunto e depois separadamente em dois grupos: empresas de países desenvolvidos e empresas de países emergentes. Ao analisar individualmente os dados do grupo pertencente aos países emergentes, o modelo estatístico construído pelo autor sugere uma influência significativa e negativa entre os indicadores ESG e o desempenho financeiro das empresas. De acordo com o próprio autor, tal resultado pode ser explicado pela Hipótese da Diferença Institucional, *Institutional Difference Hypothesis* (IDH) em inglês, em que as diferenças institucionais entre economias desenvolvidas e emergentes podem gerar impactos relevantes na tomada de decisão estratégica das empresas (MAKHIJA, 2003).

Outro ponto relevante sobre o estudo de Garcia (2017) se refere aonexo causal entre as variáveis. Ao analisar os dados das empresas de países desenvolvidos e emergentes de forma agregada, uma relação significativa e positiva foi identificada em ambas direções, sugerindo que indicadores ESG impactam positivamente a performance financeira das empresas e vice-versa, dando origem a um ciclo virtuoso de geração de valor e impacto socioambiental positivo. Tal conclusão corrobora a “hipótese de sinergia positiva” já apresentada no presente artigo. O mesmo nexocausal foi apontado pelo resultado obtido no estudo publicado por Thaynan Cavalcanti (2020).

De modo geral, os estudos analisados apontam para um impacto positivo da adesão às práticas ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas, o que está em linha com a teoria dos *stakeholders*. Tal resultado sugere que as empresas podem se beneficiar no médio e no longo prazo ao aderir a tais práticas. Apesar dos inegáveis custos que estão associados à

implementação de projetos voltados à governança corporativa e à responsabilidade socioambiental, a literatura recente indica que os benefícios compensam satisfatoriamente tais custos. Entretanto, é importante ressaltar a falta de consenso sobre o tema, dados os estudos aqui apresentados com resultados contraditórios, mistos ou inconclusivos. Diversas são as possíveis limitações dos estudos analisados, entre as quais se destacam o tamanho amostral, a falta de variáveis de controle relevantes e a confiabilidade dos dados utilizados. A precisão e a integridade dos dados estão diretamente relacionadas à falta de regulamentação em diversos países, como é o caso do Brasil, onde atualmente as empresas de capital aberto não são obrigadas a emitir relatórios de sustentabilidade, assim como não há obrigação legal de que os relatórios emitidos sejam auditados por empresas independentes, como é o caso das informações financeiras divulgadas anualmente.

Com base nos resultados obtidos no presente estudo, se torna evidente a necessidade de aplicação de políticas públicas no Brasil que atuem na direção de melhorar o desempenho ESG das empresas, seja por meio da criação de regulamentos e leis específicas, como por meio da fiscalização e incentivo às iniciativas socioambientais por parte das empresas. Adicionalmente, em relação ao desenvolvimento de novos trabalhos acerca do tema abordado nesse artigo, futuros estudos podem investigar a relação entre desempenho ESG e desempenho econômico-financeiro através de uma revisão sistemática da literatura, com o objetivo de desagregar os dados e obter resultados mais precisos.

2.5 REFERÊNCIAS

AHLKLO, Yrr, and Carin Lind. "E, S or G? **A study of ESG score and financial performance.**" 2018.

ALEXANDRINO, Thaynan Cavalcanti. **Análise da relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3.** 2020. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Pernambuco.

BARNEA, Amir; RUBIN, Amir. A responsabilidade social corporativa como conflito entre acionistas. **Revista de ética empresarial** , v. 97, p. 71-86, 2010.

BARNEA, Amir; RUBIN, Amir. A responsabilidade social corporativa como conflito entre acionistas. **Revista de ética empresarial** , v. 97, p. 71-86, 2010.

BĂTAE, Oana Marina; DRAGOMIR, Voicu Dan; FELEAGÉ, Liliana. A relação entre desempenho ambiental, social e financeiro no setor bancário: um estudo europeu. **Revista Produção Mais Limpa** , v. 290, 2021.

BELKAOUI, Ahmed; KARPIK, Philip G. **Determinantes da decisão corporativa de**

divulgação de informações sociais. Revista Contabilidade, Auditoria & Prestação de Contas , v. 1, 1989.

BOWEN, Howard R. **Responsabilidades sociais do empresário** . Imprensa da Universidade de Iowa, 2013.

BUALLAY, Amina. **Is sustainability reporting (ESG) associated with performance?** Evidence from the European banking sector. Management of Environmental Quality: An International Journal, v. 30, n. 1, p. 98-115, 2019.

CARNINI PULINO, Silvia et al. **A divulgação ESG influencia o desempenho da empresa?**. Sustentabilidade , v. 14, n. 13, 2022.

CARROLL, A.B. **A three-dimensional conceptual model of corporate performance.** Academy of Management Review, v. 4, n. , 1979.

CHING, Hong Yuh; GERAB, Fábio; TOSTE, Thiago Henrique. **A qualidade dos relatórios de sustentabilidade e o desempenho financeiro corporativo: Evidências das empresas brasileiras listadas.** Sábio Aberto , v. 2, pág. 2158244017712027, 2017.

CHININGA, Emmerson; ALHASSAN, Abdul Latif; ZEKA, Bomikazi. **ESG ratings and corporate financial performance in South Africa.** Journal of Accounting in Emerging Economies, n. ahead-of-print, 2023.

Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 5.081, de 29 de junho de 2023.** Altera normas referentes a impedimentos sociais, ambientais e climáticos para concessão de crédito rural. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 3 de julho de 2023. Seção 1, p. 38.

DAHLBERG, Linnea; WIKLUND, Frida. **ESG Investing In Nordic Countries: An analysis of the Shareholder view of creating value.** 2018.

DAVIS, Keith. **As empresas podem se dar ao luxo de ignorar as responsabilidades sociais?** Revisão gerencial da Califórnia , v. 3, pág. 70-76, 1960.

DE LÚCIA, Caterina; PAZIENZA, Pasquale; BARTLETT, Marcos. **Um bom ESG leva a melhores desempenhos financeiros das empresas?** Modelos de aprendizagem automática e regressão logística de empresas públicas na Europa. Sustentabilidade , v. 12, n. 13, pág. 5317, 2020.

DIERKES, Meinolf; PRESTON, Lee E. **Relatórios de contabilidade social corporativa para o ambiente físico: Uma revisão crítica e proposta de implementação.** Contabilidade, Organizações e sociedade , v. 2, n. 1, pág. 3-22, 1977.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais.** Caderno de Pesquisas em Administração, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FREEMAN, R. E. **Strategic management: a stakeholder theory.** London: Pitman Publishing, 1984.

FRIEDMAN, Milton. **The social responsibility of business is to increase its profits.** In: Corporate ethics and corporate governance. Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2007. p. 173-178.

GARCIA, Alexandre Sanches; MENDES-DA-SILVA, Wesley; ORSATO, Renato J. **Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets.** Journal of cleaner production, v. 150, p. 135-147, 2017.

GARCIA, Alexandre Sanches. **Associações entre desempenhos financeiro e socioambiental: um estudo das circunstâncias em que vale a pena ser verde.** 2017. Tese de Doutorado.

GIANNOPOULOS, George et al. **The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms.** Journal of Risk and Financial Management, v. 15, n. 6, p. 237, 2022.

HILLMAN, Amy J.; KEIM, Gerald D. **Valor para os acionistas, gestão das partes interessadas e questões sociais: qual é o resultado final?.** Revista de gestão estratégica, v. 22, n. 2, pág. 125-139, 2001.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.** In: Corporate governance. Gower, 2019. p. 77-132.

JOHNSON, Harold Lester. **Business in contemporary society: Framework and issues.** (No Title), 1971.

JONES, Stewart et al. **Um exame empírico dos retornos de mercado e do desempenho financeiro de entidades envolvidas na elaboração de relatórios de sustentabilidade.** Revisão contábil australiana, v. 41, pág. 78-87, 2007.

KIMBERLY, John R. **Tamanho organizacional e perspectiva estruturalista: uma revisão, crítica e proposta.** Ciência Administrativa trimestralmente, p. 571-597, 1976.

Lacy, Peter, et al. **A new era of sustainability: UN Global Compact-Accenture CEO Study 2010.**

LINDENBERG, Eric B.; ROSS, Stephen A. **Tobin's q ratio and industrial organization.** Journal of business, p. 1-32, 1981.

MAKHIIJA, Mona. **Comparing the resource-based and market-based views of the firm: empirical evidence from Czech privatization.** Strategic management journal, v. 24, n. 5, p. 433-451, 2003.

MALIK, Mahfuja. **Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature.** Journal of Business Ethics, v. 127, p. 419-438, 2015.

MARTINS, Mayra et al. **A relação da divulgação das práticas ESG com o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto.** 2022.

MCGUIRE, J.; SCHNEEWEIS, T.; BRANCH, Bj. **A comparison of alternative measures of corporate performance.** Unpublished manuscript, University of Massachusetts, Amherst,

1986.

MCGUIRE, Jean B.; SUNDGREN, Alison; SCHNEEWEIS, Thomas. **Corporate social responsibility and firm financial performance.** *Academy of management Journal*, v. 31, n. 4, p. 854-872, 1988.

MCGUIRE, Jean; SCHNEEWEIS, Thomas; HILL, Joanne. **An analysis of alternative measures of strategic performance.** *Advances in strategic management*, v. 4, n. 2, p. 1986, 1986.

MOSKOWITZ, Milton. **Choosing socially responsible stocks.** *Business and society review*, v. 1, n. 1, p. 71-75, 1972.

NAIMY, Viviane; EL KHOURY, Rim; ISKANDAR, Sahar. **ESG versus corporate financial performance: Evidence from East Asian firms in the industrials sector.** *Studies of Applied Economics*, v. 39, n. 3, 2021.

NEVES, Camila Bezerra Correia. **O desempenho corporativo em ESG e a performance financeira das empresas brasileiras.** 2022. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Pernambuco.

PORTER, Michael; VAN DER LINDE, Claas. **Verde e competitivo: acabar com o impasse.** *A Dinâmica da Economia Ecoeficiente: Regulação Ambiental e Vantagem Competitiva*, v. 33, p. 120-134, 1995.

PRESTON, Lee E.; O'BANNON, Douglas P. **The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis.** *Business & Society*, v. 36, n. 4, p. 419-429, 1997.

SAYGILI, Ebru; ARSLAN, Serafettin; BIRKAN, Ayse Ozden. **Práticas ESG e desempenho financeiro corporativo: Evidências da Borsa Istanbul.** *Revista Borsa Istanbul*, v. 3, pág. 525-533, 2022.

SCHULER, Douglas A.; CORDING, Margaret. **A corporate social performance–corporate financial performance behavioral model for consumers.** *Academy of management Review*, v. 31, n. 3, p. 540-558, 2006.

SIEW, Renard YJ; BALATBAT, Maria CA; CARMICHAEL, David G. **The relationship between sustainability practices and financial performance of construction companies.** *Smart and Sustainable Built Environment*, v. 2, n. 1, p. 6-27, 2013.

SURROCA, Jordi; TRIBÓ, Josep A.; WADDOCK, Sandra. **Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources.** *Strategic management journal*, v. 31, n. 5, p. 463-490, 2010.

TROTMAN, Ken T.; BRADLEY, Graham W. **Associações entre divulgação de responsabilidade social e características das empresas.** *Contabilidade, organizações e sociedade*, v. 6, n. 4, pág. 355-362, 1981.

ULLMANN, A. A. **Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic**

Performance of U.S. Firms. Academy of Management Review, v. 10, n. 3, 1985.

VANCE, St. **Are socially responsible corporations good investment risks?**[Reprint from Management Review]. American Management Associations Amacom, 1975.

VELTE, Patrick. **Does ESG performance have an impact on financial performance?** Evidence from Germany. Journal of Global Responsibility, v. 8, n. 2, p. 169-178, 2017.

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

ZAMAN, Sadia; ELLILI, Nejla Ould Daoud. **O efeito da divulgação ESG no desempenho financeiro dos bancos dos Emirados Árabes Unidos.** Disponível em SSRN 4043024 , 2022.

3. CONCLUSÃO

Este artigo tem como objetivo geral investigar a relação entre indicadores ESG e indicadores econômico-financeiros de empresas. Para endereçar tal objetivo, 20 estudos que abordaram o tema na literatura recente foram analisados. Os estudos foram apresentados em quadros com suas principais informações, como dados, variáveis e métodos utilizados, bem como seus respectivos resultados e possíveis limitações.

Em relação aos resultados dos 20 estudos analisados, 9 apontaram para uma relação positiva entre os indicadores ESG e o desempenho econômico-financeiro das empresas, enquanto 11 apresentaram resultados mistos ou inconclusivos.

De modo geral, os estudos analisados apontam para um impacto positivo da adesão às práticas ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas, o que está em linha com a teoria dos stakeholders. Tal resultado sugere que as empresas podem se beneficiar no médio e no longo prazo ao aderir a tais práticas. Apesar dos inegáveis custos que estão associados à implementação de projetos voltados à governança corporativa e à responsabilidade socioambiental, a literatura recente indica que os benefícios compensam satisfatoriamente tais custos. Entretanto, é importante ressaltar a falta de consenso sobre o tema, dados os estudos aqui apresentados com resultados contraditórios, mistos ou inconclusivos. Diversas são as possíveis limitações dos estudos analisados, entre as quais se destacam o tamanho amostral, a falta de variáveis de controle relevantes e a confiabilidade dos dados utilizados. A precisão e a integridade dos dados estão diretamente relacionadas à falta de regulamentação em diversos países, como é o caso do Brasil, onde atualmente as empresas de capital aberto não são obrigadas a emitir relatórios de sustentabilidade, assim como não há obrigação legal de que os relatórios emitidos sejam auditados por empresas independentes, como é o caso das informações financeiras divulgadas anualmente.

Com base nos resultados obtidos no presente estudo, se torna evidente a necessidade de aplicação de políticas públicas no Brasil que atuem na direção de melhorar o desempenho ESG das empresas, seja por meio da criação de regulamentos e leis específicas, como por meio da fiscalização e incentivo às iniciativas socioambientais por parte das empresas. Adicionalmente, em relação ao desenvolvimento de novos trabalhos acerca do tema abordado nesse artigo, futuros estudos podem investigar a relação entre desempenho ESG e desempenho econômico-financeiro através de uma revisão sistemática da literatura, com o objetivo de desagregar os dados e obter resultados mais precisos.

REFERÊNCIAS

Lacy, Peter, et al. **A new era of sustainability: UN Global Compact-Accenture CEO Study 2010.**