



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

AS PRÁTICAS CORPORATIVAS DE ESG E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

CAMILA NEVES

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO (UFPE)

GABRIELLE MARIA DE OLIVEIRA CHAGAS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO (UFPE)

JOSÉTE FLORÊNCIO DOS SANTOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO (UFPE)

MÓISÉS ARAÚJO ALMEIDA

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

Agradecimento à órgão de fomento:

Este trabalho foi realizado com o apoio da Universidade Federal de Pernambuco, da CAPES, do CNPQ, do Programa de Pós-graduação em Administração (PROPAD-UFPE) e da Universidade Federal da Paraíba.

AS PRÁTICAS CORPORATIVAS DE ESG E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1. INTRODUÇÃO

A adoção de práticas corporativas consideradas responsáveis com a sociedade e meio ambiente faz parte da pauta de exigências de governos e do mercado. A discussão acerca da preocupação socioambiental corporativa se inicia ainda na década de 1950, quando Bowen (1953) passa a questionar a responsabilidade que as empresas possuem perante a sociedade. Na literatura, em especial nos últimos anos, é possível notar a aproximação das temáticas de governança corporativa e de responsabilidade social corporativa (ANDREU-PINILLOS *et al.*, 2020).

A governança corporativa tem implicações sobre a estruturação das práticas de RSC das empresas, uma vez que passou a incorporar ao seu propósito a perspectiva socioambiental, devido ao mecanismo de *accountability* ou prestação de contas (FREEMAN, 1984). Assim, as empresas têm buscado o alinhamento da RSC com a estratégia global de governança, visando alcançar uma gestão sustentável e eficaz. O desempenho corporativo em temáticas ESG (do inglês, *Environmental, Social and Governance*) tem sido comumente utilizado para mensurar a desenvoltura de uma companhia nos pilares ambiental, social e de governança corporativa. No pilar ambiental, a atenção se volta ao meio ambiente e a como as operações corporativas podem afetá-lo (RAMIC, 2019).

Por sua vez, o pilar social das práticas de ESG indica como a empresa se relaciona com a sociedade, seja em seu ambiente interno e externo, sendo observadas atitudes formais das companhias no que tange a proteção das minorias e a promoção de atividades de cultura e educação nas comunidades afetadas por suas operações, por exemplo. Por fim, o pilar da governança está relacionado com a demanda por *compliance* com as normas legais, boas práticas de conduta corporativa vinculadas à transparência e a proteção dos direitos dos acionistas, de modo a aplacar os conflitos entre os gestores e os proprietários (RAMIC, 2019).

As empresas têm lidado com pressões da sociedade em geral para repensarem os seus negócios de uma forma mais ética e sustentável, a fim de considerarem em suas políticas de gestão as pessoas e o ambiente afetados por suas operações (BOGERS *et al.*, 2020). Por consequência, as temáticas que envolvem o ESG têm sido amplamente debatidas pela academia e pelo mercado, com atenção especial não apenas aos discursos corporativos, mas na demanda de atividades concretas que atendam às expectativas daqueles impactados pelas operações das empresas, como funcionários e a comunidade (DURAND *et al.*, 2019; RAIMO *et al.*, 2020)

A análise de indicadores é uma alternativa para mensurar a sustentabilidade corporativa, que abrange os aspectos ambiental e social, considerando ainda a performance financeira (MACHADO *et al.*, 2012). No entanto, a mensuração das atividades de ESG por meio da observação de índices pode não proporcionar um panorama completo e o índice em um mero rótulo, conforme Souza *et al.* (2019). Além desses índices instituídos pelo mercado, estudo anteriores desenvolveram indicadores amplos, abrangendo informações financeiras e não financeiras, essas com base nas divulgações voluntárias das empresas.

De modo a comunicar aos acionistas e demais stakeholders a respeito das ações que envolvem essas dimensões, as empresas têm investido no disclosure de informações voluntárias, por meio de relatórios não financeiros, entre eles o Relatório de Sustentabilidade. Nesse sentido de análise mais ampla que a observação de índices, Clarkson *et al.*, (2008) compuseram um índice a partir da análise de conteúdo de relatórios de sustentabilidade. Em uma perspectiva complementar, Lee, Min e Yook (2015) estudam o tema considerando questões ambientais específicas, tais como as emissões de carbono e os investimentos em pesquisa e desenvolvimento ambiental.

Já Xie et al. (2018) investigaram se as práticas ambientais, sociais e de governança são capazes de aprimorar a performance financeira das empresas. Os autores construíram um índice para mensurar o desempenho em ESG subdivido em dimensões, para que pudesse ser identificada a relação de cada um dos pilares com o retorno sobre o ativo e o Q de Tobin. Por sua vez, Li et al. (2020) também construíram um índice de governança para investigar a relação entre o nível da estrutura de governança, as atividades corporativas para proteger o meio ambiente e a sociedade e suas influências nas restrições financeiras corporativas.

As empresas responsáveis não podem ignorar as questões ambientais, uma vez que a destruição ambiental e o esgotamento dos recursos inviabilizam seu desenvolvimento sustentável (SONG; ZHAO; ZENG, 2017). Nesse mesmo sentido, as empresas não podem se furtar às demandas sociais cada vez mais emergentes, e devem também buscar proteger seus acionistas (RAMIC, 2019). Por outro lado, a adoção de práticas corporativas de ESG demanda o aporte de capital e uma visão amplamente difundida é de que são um custo geral sem um benefício claro, já que muitas vezes os retornos não são alcançados diretamente por meio de resultados financeiros (SONG, ZHAO E ZENG 2017).

Conforme o pensamento econômico neoclássico, destaca Friedman (1970), o propósito primordial dos gestores deve ser a maximização de riqueza dos acionistas. Segundo essa interpretação, investir em práticas de ESG, por não ter benefícios financeiros tão claros, não seria justificável e acentuaria um conflito de agência: a administração se apropria de recursos dos proprietários com fins de melhorar sua reputação pessoal ao serem reconhecidos como executivos social e ambientalmente responsáveis (BUCHANAN et al., 2018).

A preocupação com resultados financeiros das empresas sempre foi uma questão básica para os proprietários, e os impactos à riqueza dos acionistas de investimentos em ações ambientais, sociais e de governança é relevante. Estudos tem buscado compreender a relação entre as ações de ESG e a performance financeira das empresas. Dalal e Thaker (2021) constataram que um bom desempenho do ESG empresarial melhora o desempenho financeiro, tanto mensurado por perspectivas contábeis como de mercado. Os autores destacam a relevância da publicação do Relatório de Sustentabilidade, indicando que a performance financeira é aprimorada ao passo que aumenta a divulgação, o que viabiliza uma mensuração mais assertiva do desempenho das ações de ESG.

Por outro lado, outros estudos têm encontrado uma relação negativa ou insignificante entre as práticas de ESG e a performance financeira das empresas. Saygili, Arslan e Ozden (2021) visando determinar se as práticas ambientais, sociais e de governança afetam os indicadores de desempenho financeiro corporativo, analisaram empresas turcas. Os autores constaram desenvolver ações de ESG deteriora o desempenho financeiro quando analisadas em seu total. No entanto, quando os autores observaram os componentes individualmente (ambiental, social e governança), concluíram que o aspecto ambiental possui forte relação negativa com a performance financeira, enquanto o pilar social é indiferente e o de governança aprimora o desempenho mensurado por meio do Roa, mas não do Q de Tobin.

Já Qureshi et al. (2021) analisaram a relação entre ações de ESG e desempenho financeiro de empresas norte americanas. Os autores constaram uma relação positiva entre as atividades ambientais, sociais e de governança com o desempenho quando mensurado por meio do Q de Tobin. No enquanto, foi identificada pelos autores uma relação sem significância quando o desempenho financeiro passa a ser mensurado por meio do Retorno Sobre o Ativo e do Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Face ao que foi discutido, pode-se perceber que muitos estudos empíricos investigam a relação entre o desempenho de atividade ambientais, sociais e de governança, e sua relação com a performance financeira de uma empresa. Entretanto, devido a diferentes métodos de pesquisa, seleção de variáveis, além de distintos sistemas de avaliação do desempenho corporativo nas práticas de ESG, os resultados não são conclusivos. Diante do exposto, a presente pesquisa

busca responder ao seguinte questionamento: **qual a relação entre as práticas corporativas de ESG e o Desempenho Financeiro, das empresas da B3 que divulgam Relatórios de Sustentabilidade?** Este estudo mensura as práticas de ESG por meio da construção de um índice proposto com base na literatura, de modo a proporcionar uma visão ampla.

Espera-se que este estudo contribua para a literatura no sentido de identificar os impactos financeiros das práticas de ESG, uma vez que esta relação ainda não está pacificada na literatura. Os investidores demandam que as empresas se atentem a questões de ESG, que se propõem a viabilizar uma relação responsável para com o meio ambiente e a sociedade, por meio de uma governança ativa e, em última instância, garantam a longevidade dos negócios em um ambiente mais consciente.

Além desta seção introdutória, este artigo está estruturado em outras 5 seções. Na segunda seção está apresentado o Referencial Teórico, no qual são discutidos aspectos das práticas de ESG, do desempenho financeiro das empresas, observando as evidências empíricas já encontradas relacionadas à temática estudada. Depois, na terceira seção são delineados os aspectos metodológicos da pesquisa, sendo apresentada a estratégia metodológica com observações referentes ao universo pesquisado e as ferramentas estatísticas utilizadas. Na quarta seção são apresentados os resultados e discussão, enquanto quinta seção abrange a conclusão. Por fim, são apresentadas as referências.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Performance financeira e as atividades ambientais, sociais e de governança (ESG)

Com a disseminação do conceito de desenvolvimento sustentável e a compreensão de que o crescimento econômico sem parâmetros ambientais é insustentável, a adoção de práticas ESG nas empresas tem se tornado um caminho para balancear os interesses financeiros e socioambientais (HALE, 2020). O ESG está embasado nos princípios de confiança mútua entre as empresas, mercado e a sociedade, sendo guiado pelo conceito de desenvolvimento sustentável e possui o intuito promover uma relação harmoniosa entre o ambiente, a sociedade e os interesses dos acionistas (DIENG; PESQUEUX, 2017).

A análise do desempenho corporativo nas dimensões ambiental, social e de governança (ESG) também se estende aos impactos dessas atividades na performance financeira corporativa. O desempenho financeiro corporativo pode ser mensurado por meio de diversas métricas que visam identificar o êxito operacional e econômico-financeiro de uma empresa. A rentabilidade está entre os indicadores de desempenho financeiro e mensura o grau de êxito corporativo na alocação do capital investido, e pode ser aferida por meio de alguns índices.

A implementação de práticas de ESG exige que as empresas consumam uma quantidade generosa de recursos organizacionais, que nem sempre estão disponíveis ou tem essa finalidade como prioridade (SONG, ZHAO E ZENG 2017). A melhoria dos aspectos socioambientais e de governança de uma empresa requer um aumento dos fundos, recurso, em especial no curto prazo. Assim, o aumento da aplicação de recursos nesses aspectos inevitavelmente diminuirá o investimento na gestão normal das operações, de modo que o direcionamento desses insumos pode impactar os resultados financeiros. As empresas têm recursos financeiros limitados que precisam ser alocados de forma eficiente em várias atividades de investimento (AHMED et al., 2021).

Uma visão difundida da relação entre desempenho ambiental e desempenho financeiro corporativo é negativa e que atividades ambientais não podem beneficiar diretamente a empresa já que o investimento ambiental pode prejudicar a rentabilidade das empresas. A percepção de incompatibilidade entre o desempenho ambiental e o financeiro pode ser reforçada pelos resultados empíricos inconclusivos a respeito dessa relação (RAMIC, 2019).

Um dos estudos iniciais a respeito desta temática foca no pilar Ambiental do ESG, foi conduzido por 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, uma vez que os investimentos que viabilizam a redução de emissões podem exceder a economia gerada, embora haja uma redução inicial de custos para a maioria das empresas e uma geração de benefícios econômicos.

Nesse mesmo sentido Xiao et al., (2018) também constataram que o investimento em práticas sustentáveis pode não gerar benefícios financeiros. Os autores analisaram empresas industriais de 22 países e concluíram que, em países desenvolvidos, a relação entre as dimensões é negativa, isto é, em países ricos existe uma maior dificuldade em capitalizar o desempenho de sustentabilidade na performance financeira, pois as práticas de RSC já são comuns à maior parte das empresas.

Outros autores têm encontrado relações positivas em suas investigações. A relação entre o desempenho de sustentabilidade sobre o desempenho econômico das organizações foi analisada também por Sila e Cek (2018), que consideraram as três dimensões ambiental, social e econômica. Os autores encontraram evidências de que o desempenho ambiental corporativo tem um impacto positivo no desempenho financeiro, assim como as atividades de sociais. Quando investigada a relação de governança frente à performance econômica, entretanto, as evidências empíricas encontradas pelos autores não apontam para uma relação significativa.

Monteiro et al., (2020) investigaram a relação entre o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na B3. Os autores identificaram a superioridade de desempenho das empresas que compõe o ISE frente aquelas que não estão indexadas à carteira, identificando ainda que fazer parte do ISE pode melhorar a imagem corporativa, podendo influenciar a decisão de potenciais investidores.

Ainda nesse sentido, Nguyen et al. (2021) investigaram a relação entre o desempenho ambiental e a performance financeira de empresas chinesas. De modo a mensurar a performance ambiental, os autores identificaram as empresas mais poluentes por meio das emissões de CO₂ e identificaram uma relação insignificantes entre as dimensões. Assim, ser mais ou menor poluente não impacta o desempenho financeiro das corporações. Por sua vez, o estudo de He, Ren e Zeng (2022) mensurou a dimensão ambiental por meio da certificação de rotulagem ambiental das empresas. Os autores constataram que a certificação ambiental melhora significativamente o desempenho quando mensurado por meio do Q de Tobin, indicando as vantagens da adesão a padrões ambientais. Por outro lado, quando considerado o desempenho financeiro mensurado pelo ROA, os autores constataram uma relação sem significância.

Hipótese H1: O desempenho de práticas ambientais influencia positivamente a performance financeira das empresas.

Os pilares do ESG se complementam e estão relacionados entre si. A dimensão social, por sua vez, preza pela na igualdade entre indivíduos e respeito pelos direitos humanos em toda sociedade. Ele foca na promoção de uma sociedade justa com inclusão social, visando a extinção da pobreza, extinção de qualquer forma de exploração humana, visando proporcionar bem-estar social às comunidades locais (RAMIC, 2019).

No em âmbito internacional, comparando o efeito das partes interessadas internas e externas da responsabilidade social corporativa (RSC) no desempenho financeiro, Yoon e Chung (2018) utilizaram as proxys de ROA e Q de Tobin. Os autores identificaram uma relação diretamente proporcional com as práticas de RSC e o valor da empresa, mas uma relação negativa com sua performance financeira quando analisada em seus aspectos operacionais. Ao analisar a relação entre as práticas sociais e o desempenho financeiro de empresas europeia, Taliento, Favino e Netti (2019) constataram que investimentos socialmente responsáveis não

aprimoram o desempenho financeiro. Os autores ratificam, no entanto, que sua análise se concentrou no curto prazo.

No entanto, outros estudos encontrados na literatura indicam uma relação positiva entre as atividades de proteção social de uma empresa e seu desempenho financeiro. Visando explorar como a consistência ambiental, social e de governança (ESG) afeta o desempenho financeiro da empresa, Ferrero-Ferrero, Fernandez-Izquierdo e Muñoz-Torres (2016) identificaram que a adoção de práticas de ESG gera uma vantagem competitiva que constitui um valor intangível que conduz a melhorias no desempenho corporativo, em especial no que diz respeito a dimensão social. Reverte et al. (2016) revisitam a relação entre o desempenho financeiro e ambiental e documentam evidências de que as práticas de RSC estão positivamente relacionadas tanto com os resultados financeiros quanto não financeiros da organização.

Analisando empresas listadas na B3 nos anos de 2013 a 2016, Peria et al. (2020) relacionaram alguns métricas de RSC ao desempenho financeiro corporativo. Os autores identificaram que as atividades de RSC não exercem influência significativa no desempenho financeiro-econômico das empresas. Já Harfuch et al., (2021) compararam o desempenho financeiro de empresas do ISE e do Ibovespa entre os anos de 2009 a 2018 de modo a analisar se as empresas sustentáveis são mais rentáveis. Os autores constataram que empresas que seguem princípios de sustentabilidade proporcionam maiores retornos do investimento, uma vez que desde o início de 2011 o desempenho do ISE tem superado o do Ibovespa.

Hipótese H2: O desempenho de práticas sociais influencia positivamente a performance financeira das empresas.

Além dos pilares ambiental e social, as práticas de ESG englobam também aspectos de governança corporativa e Estudos têm sido desenvolvidos no sentido de compreender a relação entre as práticas de governança e o resultado financeiro de uma empresa. Dentro do contexto dos estudos de ESG, Worokinasih e Zaini (2020) investigaram os impactos das práticas de governança corporativa no valor de companhias da Indonésia. Os autores identificaram que, apesar da divulgação das práticas de ESG não exercer influência sobre o valor da empresa, a estrutura de governança corporativa tem um impacto significativo e positivo no valor empresarial.

Investigando a relação entre eficiência corporativa e sustentabilidade corporativa para determinar se as empresas preocupadas com questões ambientais, sociais e de governança (ESG) também podem ser eficientes e lucrativas, Xie et al., (2019) analisaram 6.631 empresas de 74 países no ano de 2015. Os autores concluem que quanto maior a transparência das práticas de ESG, melhores são os resultados financeiros. Os autores concluíram que empresas com maiores níveis de sustentabilidade empresarial possuem maiores retornos sobre o ativo (ROA), aumentam seu valor de mercado, constatando ainda que as práticas de governança são determinantes na relação.

Analisando a relação entre as práticas de governança corporativa, o desempenho financeiro e o valor corporativo Coletta e Lima (2020) investigaram estatais brasileiras de capital aberto entre 2002 e 2017. Os autores identificaram uma relação positiva entre desempenho da empresa, medido pelo ROE e ROA, e o valor da empresa, medido pelo q de Tobin frente ao emprego de boas práticas de governança corporativa.

Hipótese H3: O desempenho de práticas de governança influencia positivamente a performance financeira das empresas.

As dimensões ambiental, social e de governança integram a temática ESG. Assim, a análise do desempenho corporativo em ESG pode ser mensurado em seus componentes

individualmente ou no total para que seja identificada sua relação com o desempenho financeiro das companhias. Alguns estudos, por sua vez, apontam que a adoção de práticas de ESG terá um impacto positivo no desempenho financeiro futuro de uma empresa. Portanto, os investimentos iniciais demandam maiores gastos a curto prazo, a gestão dos pilares do ESG pode empregar eficientemente os recursos e energia de uma empresa e atrair benefícios correspondentes a médio e longo prazo.

Pesquisas empíricas têm sido conduzidas nesse sentido e os resultados encontrados têm sido mistos Xie et al., (2018) investigou a relação dessas dimensões para determinar se as empresas preocupadas com questões ambientais, sociais e de governança (ESG) também podem ser eficientes e rentáveis. Xie et al. (2018) constaram uma relação entre as dimensões insignificante, mas com tendência não negativa, indicando que as escolhas voluntárias de estratégias de ESG podem ser benéficas.

Analisando essa relação, Ingio e Albareda (2019) investigaram empresas líderes na promoção da inovação orientada para a sustentabilidade, mensurada por meio de scores ESG. Os autores constataram que a inovação orientada para a sustentabilidade influencia positivamente o desempenho financeiro, bem como impulsiona a concorrência. Em empresas de países desenvolvidos, Garcia e Orsato (2020) encontram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho em ESG e o desempenho financeiro, mas uma correlação negativa entre essas dimensões em empresas de mercados emergentes.

Os resultados de Ahmad, Mobarek e Roni (2022), que analisaram empresas FTSE350 do Reino Unido constaram que empresas com alto ESG apresentam alto desempenho financeiro em comparação com empresas com baixo ESG. Os resultados do desempenho ESG total indicam que o ESG tem um impacto positivo e significativo no desempenho financeiro da empresa. No entanto, no caso do desempenho individual de ESG, os resultados são mistos. Os autores indicam que o desempenho social e de governança têm um impacto positivo e significativo na performance, enquanto o ambiental é negativo.

No contexto nacional, Anzilago, Flach e Lunkes (2022) investigaram os efeitos da responsabilidade social corporativa (ambiental e social) no desempenho financeiro, observando ainda o papel da governança corporativa nessa relação. Os autores concluíram que a responsabilidade social corporativa ambiental tem influência no desempenho financeiro mensurado pelo ROA das empresas brasileiras. Por outro lado, quando a performance financeira é medida pelo Q de Tobin, a responsabilidade ambiental social e de governança não influenciam o desempenho.

Hipótese H4: As práticas corporativas de ESG no ano corrente terão um impacto positivo no desempenho financeiro futuro de uma empresa.

3. METODOLOGIA

O presente estudo se caracteriza como descritivo e empírico, uma vez que visa testar uma hipótese ou estimar relações entre variáveis, tendo sido utilizada uma abordagem quantitativa (WOOLDRIDGE, 2006). A população da pesquisa é composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, com informações de 2010 a 2021. Foram adotados alguns critérios para a seleção de empresas que comporão a amostra deste estudo: como primeiro, foi observada a divulgação do Relatório de Sustentabilidade pela companhia, a fim de ser construída a proxy para mensurar o desempenho corporativo em ESG (Environmental, Social and Governance). Como segundo critério, verificar se a empresa está com situação atual ativa em 2021, sendo excluídas as empresas com registro cancelado.

Quanto aos critérios de exclusão, serão consideradas as seguintes condições para retirar empresas da amostra:

- a) que sejam pertencentes ao setor de finanças e seguros;

- b) falta de informações completas nas demonstrações financeiras;
c) possuam patrimônio líquido negativo.

Para representar o desempenho financeiro, como variáveis dependentes deste estudo, foram utilizadas duas proxies. Assim:

a) Retorno sobre o Ativo (ROA) - Mensura a rentabilidade do ativo, observando o desempenho interno no balanço patrimonial. Estimada pela razão entre o lucro líquido (LL) e o ativo total (AT), ou seja, $ROA = LL/AT$.

b) Q de Tobin – visa relacionar o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos físicos, proposto inicialmente por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969). Nesse estudo o Q de Tobin utilizado será a aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994), em que:

$$Q \text{ Tobin} = \frac{(VM_{ao} + D)}{AT} \quad (1)$$

Onde:

Q Tobin – aproximação para o Q Tobin original

VM_{ao} - Valor de Mercado das ações ordinárias negociadas em bolsa, calculado pelo produto da quantidade de ações da empresa e o preço cotado no último dia de negociação do ano em questão.

AT - Ativo Total da empresa, medido pelo seu valor contábil.

D - Valor contábil da Dívida, calculado como:

$$D = VM_{ap} + ELPc + VEc + PCc - ACc \quad (2)$$

Onde:

VM_{ap} - Valor de mercado das ações preferenciais da empresa;

ELPc – Valor da dívida de longo prazo contábil da empresa, ou seja, exigível de longo prazo;

VEc - Valor do Estoque contábil da empresa;

PCc - Valor da dívida de curto prazo contábil, ou seja, do Passivo Circulante da empresa;

ACc - Valor dos recursos atuais da empresa, ou seja, Ativo Circulante contábil da empresa;

A equação (1) pode ser escrita da seguinte forma:

$$Q \text{ Tobin} = \frac{VM_{ao} + VM_{ap} + ELPc + VEc + PCc - ACc}{AT} \quad (3)$$

A variável independente é a proxy do Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG). Na Figura 1 a seguir estão dispostas as variáveis de controle a serem utilizadas nessa investigação empírica, assim como o embasamento teórico para sua escolha:

Figura 1 – Variáveis de controle do modelo

Variável	Sigla	Operacionalização	Referências
Tamanho	TAM	Ln do Ativo Total	Song, Zhao e Zeng (2017); Li et al., (2020); Coletta e Lima (2020)
Alavancagem	ALAV	Passivo oneroso/Ativo Total	Song, Zhao e Zeng (2017); Li et al., (2020)
Crescimento	CRESC	$(Receita_{t+1}/Receita_t) - 1$	Xie et al. (2018); Saygili, Arslan e Birkan (2021)
Intensidade Energética	INTENE	Variável binária igual a 1 se a empresa opera nos setores químico, siderúrgico, metalúrgico, de papel e celulose, petróleo, gás e biocombustíveis, geração, transmissão e distribuição de energia elétrica eletricidade, água, transporte e zero, caso contrário.	Lee, Min, Yook (2015); Xie et al., (2018)

Fonte: elaborado pelos autores (2022)

Os dados compreendem o período de 2010 a 2021 e foram coletados por meio de fontes secundárias, pela pesquisadora. Neste sentido, as informações contábeis das empresas foram

obtidas da base de dados Economatica. As informações para mensurar o desempenho corporativo em ESG foram obtidas dos Relatórios de Sustentabilidade, publicados pelas empresas e disponíveis na plataforma RAD (Recebimento Automatizado de Documentos) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), onde podem ser consultados documentos de Companhias Abertas e no site das empresas.

Como os Relatórios de Sustentabilidade são de divulgação voluntária, não existe um modelo formal a ser adotado. Assim, foram considerados os relatórios emitidos no padrão GRI e os demais divulgados. A princípio seriam coletados os Relatórios de Sustentabilidade também no banco de dados Sustainability Disclosure Database, do Global Reporting Initiative (GRI), no entanto, essa iniciativa foi descontinuada e a base de dados não está mais disponível ao público. De modo a mensurar a proteção aos direitos dos acionistas minoritários foi necessária a busca nos Relatórios de Referência das companhias com ações preferenciais. A elaboração dos gráficos e tabelas para o tratamento inicial dos dados foi feita com auxílio do Microsoft Excel e as estimações das regressões com auxílio do software Stata 13.

Para construir uma proxy para mensurar o desempenho corporativo em ESG foram tomados como base os trabalhos de Almeida e Santos (2016), Xie et al., (2018) e de Li et al. (2020). Assim, foi elaborado um questionário para gerar Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG). As respostas foram obtidas nos Relatórios de Sustentabilidade, no banco de dados da RAD / CVM, no site das empresas e no Relatório de Referência.

O valor do Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG), portanto, foi obtido pelo somatório das respostas positivas de 30 questões objetivas e binárias, respondidas por meio da análise dos Relatórios de Sustentabilidade. Assim, adicionou-se 1 (um) ponto ao índice quando constatada a divulgação de um determinado item pela empresa; e (zero), caso não seja evidenciado. Assim, o score de desempenho das empresas analisadas ficou entre 0 e 30. O questionário completo utilizado na presente pesquisa pode ser visto no Quadro 1 a seguir.

Quadro 1 - Questionário para construção da proxy Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG).

Composição do Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG)	
Nº	QUESTÃO
Dimensão Ambiental (DA)	
Q1	A empresa estabelece metas e objetivos ambientais
Q2	A empresa possui alguma Certificação ou <i>compliance</i> com leis e normas ambientais
Q3	A empresa possui prêmios ambientais e/ou participa de índices ambientais
Q4	Existência de termos e condições aplicáveis aos fornecedores sobre práticas ambientais
Q5	Verificação independente sobre informações ambientais divulgadas no relatório de sustentabilidade
Q6	Participação em associações/iniciativas específicas do setor econômico para melhorar as práticas ambientais
Q7	A empresa possui programa para aprimorar o uso da água e/ou a eficiência do uso da água
Q8	A empresa possui programa para gerir o lançamentos de resíduos tóxicos e/ou promove gestão de resíduos por meio de reciclagem, reutilização, redução, tratamento e disposição
Q9	A empresa divulga os impactos ambientais dos produtos/serviços, e indica soluções para preservação da biodiversidade e a conservação ambiental impactada
Q10	A empresa implementou alguma iniciativa para tornar a sua utilização de energia mais eficiente.
Dimensão Social (DS)	
Q11	A empresa assumiu um compromisso por meio de programa para assegurar a não discriminação contra qualquer tipo de grupo minoritário
Q12	A empresa implementou quaisquer iniciativas para formar os empregados novos e existentes em desenvolvimento de carreira, educação ou competências.
Q13	A empresa possui alguma política de Saúde, higiene e segurança no local de trabalho
Q14	A empresa possui mulheres ou minorias em cargos gerenciais

Q15	A empresa possui Auxílio a creche e/ou bolsa de estudos para filhos de funcionários
Q16	A empresa possui Suporte a maternidade e paternidade
Q17	A companhia mantém um programa de participação dos colaboradores nos lucros da companhia
Q18	A empresa promove ações de incentivo à Cultura e/ou ao Esporte na sociedade
Q19	A empresa investe em projetos de Educação na sociedade
Q20	A empresa possui ações de combate à fome e promoção da segurança alimentar
Dimensão Governança Corporativa (DG)	
Q21	As funções CEO e Presidente do conselho são exercidos por pessoas diferentes
Q22	Há presença feminina no mais alto órgão de Governança Corporativa
Q23	A porcentagem dos investidores institucionais da empresa é maior que 50%
Q24	A companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros da companhia
Q25	A companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra de ações
Q26	A companhia mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3 em uma bolsa norte-americana
Q27	Todas as ações da empresa são ordinárias ou o estatuto da companhia concede às ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais
Q28	Todas as ações da empresa são ordinárias ou as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia
Q29	Existe um Comitê Ambiental/de Sustentabilidade vinculado ao Conselho de Administração
Q30	A remuneração dos executivos está vinculada ao desempenho ambiental

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em Almeida e Santos (2016), Xie *et al.*, (2018), e Li *et al.* (2020).

De modo a investigar a relação entre as práticas de ESG e o Desempenho Financeiro Corporativo, das empresas da B3 que divulgam Relatórios de Sustentabilidade de 2010 a 2021, foram realizadas análises de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO), com dados em painel. Considerando que a publicação dos Relatórios de Sustentabilidade ocorre, em média, entre os meses de julho e setembro do ano seguinte ao ano base, não se fez possível mensurar o Desempenho Corporativo em ESG para o ano de 2021. O modelo é apresentado a seguir:

$$D_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 IESG_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \beta_6 INTENE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

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

$IESG_{i,t}$ - Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG) da empresa i , no período t ;

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

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

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

$INTENE_{i,t}$ – Intensidade Energética do setor da empresa i , no período t ;

β_n – parâmetros da regressão, com $n = 0, 1, 2, 3, \dots, 7$;

ε – termo de erro estimado da regressão;

i - indica a empresa, com $i = 1, 2, 3, \dots, N$;

t – indica o período de ocorrência, com $t = 1, 2, 3, \dots, T$.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

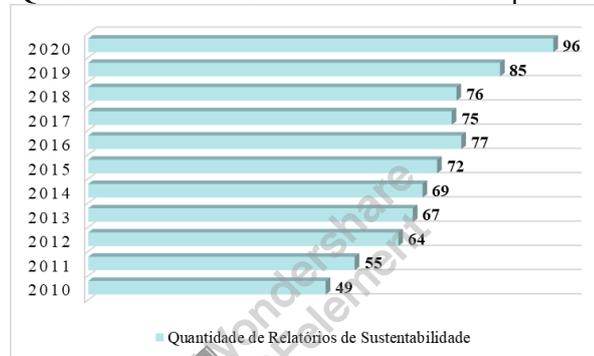
Neste capítulo são apresentados os resultados do estudo, considerando a aplicação dos procedimentos metodológicos descritos no capítulo anterior, a fim de alcançar o objetivo geral. Inicialmente, é analisada a proxy para mensurar o desempenho corporativo em ESG das empresas, chamado Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG). Na sequência expõe-se

informações e estatísticas descritivas relativas à amostra e variáveis do estudo, e, por fim, investigada a relação das práticas corporativas de ESG e o desempenho financeiro das empresas.

Com relação às publicações dos Relatórios de Sustentabilidade, conforme pode ser visto na Figura 2, em média, foram apresentados 71 relatórios por ano. Houve aumento de mais de 51% da quantidade de empresas que emitiram o documento com as atividades de ESG, entre 2010 e 2020, que foram de 49 e 96, respectivamente. Ainda na Figura 1 pode-se observar que a quantidade de Relatórios de Sustentabilidade publicados aumentou, com o passar dos anos, uma vez que mais empresas passaram a fazer o *disclosure* voluntário.

Como para cada empresa foi analisado um Relatório de Sustentabilidade, em 2010 foram consideradas 49 empresas, em 2011 foram 55, em 2012 64 empresas e assim por diante. Observe-se que entre 2016 e 2019 houve diminuição da publicação do Relatório de Sustentabilidade. Assim, foram considerados um total de 785 relatórios, pertencentes a 109 empresas, ao longo dos anos pesquisados.

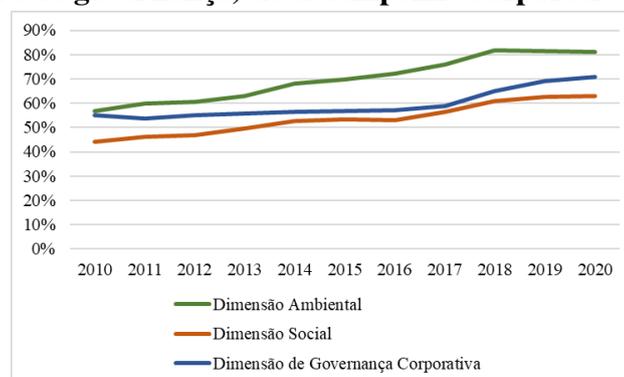
Figura 2 - Quantidade de Relatórios de Sustentabilidade publicados por ano



Fonte: Os autores (2022).

Para mensurar o desempenho corporativo em ESG foi elaborada uma proxy chamada Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG). Na Figura 3 está apresentada a evolução da pontuação das dimensões do IESG (Ambiental, Social e de Governança). Uma vez que a quantidade de questões foi igual para todas as dimensões, a Social parece ser a que tem recebido menor atenção das empresas, enquanto a questão Ambiental agrupa a maior pontuação. Por outro lado, em todas as três dimensões é observado um aumento de respostas positivas ao longo dos anos, em especial a partir de 2014-2015, o que sugere que as empresas estão atentas às demandas do mercado, aumentando cada vez mais suas atividades de ESG.

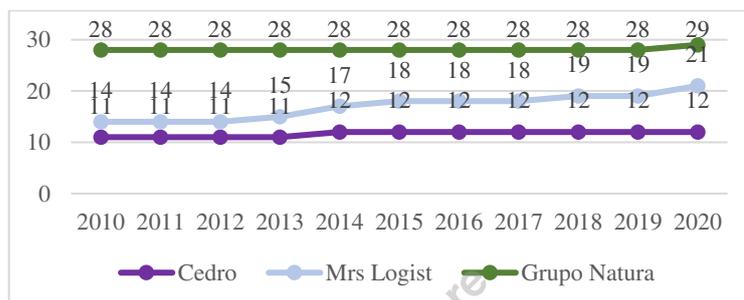
Figura 3 - Evolução do quantitativo de respostas positivas por Dimensão (ambiental, social e de governança) do desempenho corporativo em ESG



Fonte: Os autores (2022).

O desempenho corporativo em ESG de algumas empresas chama atenção tendo em vista os baixos valores de pontuação atribuídos ao longo do período de análise. A empresa Cedro, por exemplo, manteve seu score entre 11 e 12 pontos durante todo o período analisado, conforme pode ser observado na Figura 4. Por outro lado, algumas empresas melhoraram seu desempenho em ESG ao longo do período em análise, como a empresa Mrs Logist. No ano de 2010 o *score* da empresa era de 14 pontos, enquanto no ano de 2020 a pontuação passou para 21, conforme pode ser observado na Figura 4. Outras empresas analisadas mantiveram melhores pontuações no IESG, como é o caso do Grupo Natura. Como pode ser identificado na Figura 3, a pontuação dessas empresas esteve sempre acima dos 28 pontos, chegando aos 29 no ano de 2020. Essa foi a maior pontuação identificada entre as empresas da amostra.

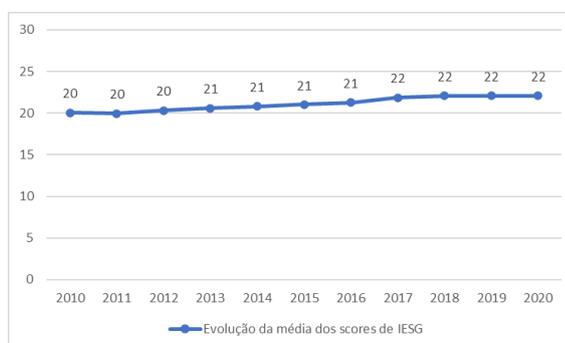
Figura 4 - Pontuação das empresas Cedro, Mrs Logist e Grupo Natura no IESG



Fonte: Os autores (2022).

Por fim, na Figura 5 é possível identificar a evolução do IESG ao longo dos anos pesquisados. Em média, há um crescimento da pontuação das empresas entre 2010 e 2020. Quando analisada a empresa Cedro, cuja pontuação está destacada na Figura 4, fica ressaltado como o *score* alcançado por esta empresa é baixo, inclusive quando comparado com a média das empresas na amostra. Por sua vez, a empresa Mrs Logist teve uma evolução consistente e se aproximou da média das empresas no ano de 2020, alcançando uma pontuação de 21. Já a empresa Grupo Natura mantém sua pontuação acima da média das demais empresas desde o ano de 2010, e isso de mantém até o final do período.

Figura 5 - Evolução da média da pontuação das empresas no IESG



Fonte: Os autores (2022).

Finalizada a caracterização da amostra, são apresentadas a seguir as estatísticas descritivas das variáveis do estudo. A partir de agora são apresentadas e analisadas as

estatísticas descritivas das variáveis utilizadas por este estudo, para atingir o objetivo proposto. Conforme pode ser identificado na Tabela 1, as empresas da amostra têm, em média, um Retorno sobre o Ativo (ROA) de 0,4494, enquanto no desempenho financeiro, mensurado pelo Q de Tobin, há uma média de 4,3572, sugerindo que elas estão bem avaliadas pelo mercado. Outra variável do estudo é o Índice de Desempenho Corporativo em ESG (IESG), indicando que, em média, as empresas alcançaram um score de cerca de 21 pontos. Considerando que 30 pontos será o máximo a ser atingido, pode-se considerar que estão alinhadas com as questões de ESG. Entretanto, a dispersão dessas pontuações de quase 5 pontos, indica que ainda tem muitas empresas que precisam melhorar suas atenções para com a ESG. Isso pode ser observado, ainda, considerando a amplitude de 18 pontos da variável, uma vez que ao menos uma empresa fez apenas 11 pontos, enquanto outra alcançou o máximo de 29.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis do estudo

Estão apresentadas as Estatísticas descritivas das variáveis do estudo, que foi mensurada por meio das *proxys* Performance Financeira, medidas por Retorno sobre o Ativo (ROA) e Q de Tobin; Composição do Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG), o Tamanho, (TAM), a Alavancagem (ALAV), o Crescimento (CRESC) e a Intensidade Energética do setor em que a empresa opera (INTENE).

Variáveis	Nº obs	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
ROA	1132	0,4494	0,0612	1,5535	-0,2671
Q de Tobin	1128	4,3572	3,9520	11,6817	-0,04793
IESG	785	21,02	4,4884	29	11
DA	785	8,76	1,7830	10	2
DS	785	4,58	2,0867	10	0
DG	785	6,68	1,9908	10	1
TAM	1199	16,2057	1,4946	7,3112	20,9607
ALAV	1120	0,2274	0,1479	1,7263	0
CRESC	1107	1,3302	4,4572	-0,7983	17,3159

Fonte: Os autores (2022).

Além de analisar o desempenho corporativo em ESG em sua forma completa, com as três dimensões, ele também foi observado em suas partes. Ou seja, na dimensão Ambiental obteve, em média, 8,76 pontos. Já em relação aos aspectos de comprometimento Social obteve, em média, 4,57 pontos, indicando fragilidade neste quesito, onde, ainda, precisam evoluir bastante. Com relação a dimensão de governança, obtiveram, em média, 6,68 pontos, podendo ser considerado bem razoável, pois foram bem avaliadas em aproximadamente 67% das questões pesquisadas. Em todas as dimensões foram identificadas pontuações máximas (10 pontos), entretanto, é possível constatar a dispersão de resultados de cerca de 20% nas dimensões Social e de Governança, entre as empresas. Isso reforça a ideia de que as empresas atribuem mais atenção às questões voltadas para o meio ambiente, que pode ser em função de maior conscientização dos investidores e órgãos reguladores, que cobram, de forma mais efetiva, melhores ações das empresas.

Agora são apresentados os resultados das análises de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados em painel realizadas na estimação dos modelos propostos por este estudo. A performance financeira foi mensurada por meio do Retorno sobre o Ativo e a robustez do modelo foi testada com a métrica de mercado (Q de Tobin). Para determinar qual modelo de dados em painel possui aplicação mais adequada para a proposta deste estudo foi aplicado o teste de *Chow* (F de *Chow*) do modo a comparar as estimativas do modelo *pooled* com o modelo de Efeitos Fixos (irrestrito). Neste teste, a Hipótese

nula, que indica para melhor adequação do modelo, a *pooled* foi rejeitada, considerando a mensuração por meio do ROA e do Q de Tobin. Portanto, foi mais apropriado adotar o modelo de Efeitos Fixos (irrestrito). Já para verificar se o modelo de efeitos aleatório era mais adequado que o modelo *pooled*, foi aplicado o teste de *Breusch-Pagan*. Assim como no primeiro teste, foi identificado um *p-valor* inferior a 0,05 e, portanto, a hipótese nula de que o modelo *pooled* é mais adequado, também foi rejeitada.

Para determinar, ainda, se o modelo de efeitos aleatórios teria aplicação mais apropriada que o modelo de efeitos fixos, foi aplicado o teste de Teste de Hausman. Considerando a mensuração por meio do ROA e do Q de Tobin, também foi rejeitada a hipótese nula de que os efeitos aleatórios são consistentes, concluindo-se que o modelo de dados em painel com efeitos fixos é mais adequado. Assim, a estimação feita com dados em painel não balanceados com efeitos fixos, contendo ao menos 3 observações por empresa nos 11 anos analisados, tendo sido retiradas as empresas com quantidade de observações inferiores. Os principais resultados das regressões estão apresentados na Tabela 2 a seguir.

Tabela 2 - Resultados das Regressões: ESG, Comprometimento Ambiental e o ROA

A variável dependente do modelo é o Retorno sobre o Ativo (ROA_{t+1}). As variáveis independentes do modelo são o IESG e o desempenho financeiro no ano corrente (D_t). As dimensões que compõem o Composição do Índice de Práticas Corporativas de ESG (IESG) são a DA – dimensão ambiental, DS – dimensão social, DG – dimensão de governança corporativa). As variáveis de controle do modelo são tamanho, (TAM), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC) e a intensidade energética do setor em que a empresa opera (INTENE). São apresentados os resultados dos parâmetros estimados (coeficientes), do erro padrão e da estatística t, respectivamente. ***, ** e * correspondem a significância estatística no níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Variáveis	Variável dependente: ROA_{t+1}		Variável dependente: $QTobin_{t+1}$	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
IESG	0,1046**	-	0,1975**	-
DA	-	0,1945**	-	0,1984**
DS	-	-0,0973	-	-0,0928
DG	-	0,1088**	-	0,1774**
ROA_t	0,3916**	0,3827**	0,2691**	0,9982**
TAM	0,8137**	0,1107**	0,9275**	0,1093**
ALAV	-0,3776**	-0,2960**	-1,5542**	-1,4782**
CRESC	-0,0289	0,0339	0,6173	0,6237
INTENE	0,1004**	-0,0968	-0,1258**	-0,5867**
Constante	0,0955**	0,0095**	1,7897**	2,0495**
R^2	36,19%	33,07%	35,76%	31,82%
Nº de obs	712	712	712	712
F de Chow	<i>p-value</i>	0	0	0,0000;
Breusch-Pagan:	χ^2	93,17	81,82	31,05
	<i>p-value</i>	0	0	0
Hausman:	χ^2	36,91	33,24	73,84
	<i>p-value</i>	0	0	0

Fonte: Os autores (2022).

Pela Tabela 2, pode-se observar que a performance financeira, quando mensurada por meio do ROA, é impactada pelo desempenho corporativo em IESG, conforme o Modelo 1. Esses resultados encontrados vão ao encontro dos estudos de e Xie et al. (2018), que constataram que as práticas de ESG têm reflexos positivos e significativos no retorno sobre o ativo de empresas japonesas.

O desempenho corporativo em ESG foi analisado em sua totalidade, mas também nas dimensões que o compõe (DA – dimensão Ambiental; DS – dimensão Social; e DG – dimensão de Governança Corporativa) e o resultados são apresentados no Modelo 2. Dessa forma, é possível analisar qual dos aspectos do ESG tem mais influência - e em que sentido (negativo

ou positivo), o desempenho financeiro das empresas. Aqui, também, foi utilizado regressão linear com Efeitos fixos, em painel desbalanceado.

Quando analisamos a performance financeira (ROA), considerando as dimensões do IESG – ambiental (DA), social (DS) e de governança (DG) (Modelo 2), temos que a dimensão Ambiental e de Governança apresentaram relação positiva, com significância. Já a dimensão Social (DS) indicou relação negativa com a performance das empresas, porém não é suficiente para garantir a relação, visto que o resultado não teve significância estatística. Portanto, configura-se como a dimensão mais frágil do IESG. Da mesma forma que o modelo com o IESG completo, as influências (com significância) do desempenho financeiro do ano anterior (Dt), do tamanho (TAM) e da alavancagem (ALAV), mantem o sentido de suas relações com a performance. Por outro lado, a eficiência energética do setor (INTENE) perdeu o seu poder de influenciar a performance financeira, pois, além de inverter o sentido da relação, que passou a ser negativa, deixou de apresentar resultados significativos. De forma análoga, a variável crescimento (CRESC) inverteu o sentido de sua relação como o ROA, mas continuou sem apresentar resultado significativo, não sendo possível inferir nada sobre ela, visto a inconstância do sentido de sua relação nos modelos.

Resultados mistos dessas três dimensões e suas vinculações com a performance financeira são encontrados na literatura. Esses resultados vão ao encontro dos identificados por Sila e Cek (2018) no que diz respeito à dimensão ambiental: os autores que constataram que ações ambientais corporativas têm um impacto positivo no desempenho financeiro. No entanto, Sila e Cek (2018) encontraram evidências de que a dimensão de governança é indiferente, enquanto as atividades de sociais governança melhoram o desempenho financeiro.

Esse resultado é também corroborado pelos de Xie et al. (2018), que observaram uma relação positiva entre as práticas ambientais e de governança com o desempenho financeiro. Os autores também não identificaram significância da dimensão social, mas no estudo deles, por meio da análise do coeficiente, constataram uma relação não negativa, o que também foi encontrado por este estudo, já que o coeficiente da dimensão social indica para uma relação positiva, reforçando-se que sem significância estatística desta dimensão.

Já Garcia e Arango (2020) reportaram que a dimensão ambiental pode provocar uma deterioração no desempenho financeiro, enquanto Worokinasih e Zaini (2020) sugerem que a estrutura de governança corporativa tem um impacto significativo e positivo no valor e no desempenho financeiro empresarial. Estes autores justificaram os resultados afirmando que são decorrentes da maior a transparência das práticas de ESG, que promovem melhores os resultados financeiros.

foi constatado que o Desempenho Financeiro (Q de Tobin) também é positivamente impactada pelo desempenho de práticas ESG (IESG). Esses resultados que vinculam relação do desempenho corporativo em ESG com Q de Tobin, também foram encontrados em estudos como os de Qureshi et al. (2021). Os autores também constataram que quando o desempenho é mensurado pelo Q de Tobin, as práticas de ESG melhoram a performance financeira. Entretanto, os Weston e Nnadi (2021), considerando o mercado norte americano, encontraram evidências de que não há benefício financeiro inerente desempenhar ações de ESG.

As evidência empíricas encontradas por Ren e Zeng (2022) também mantiveram esse mesmo sentido. Ao mensurar o desempenho em ESG por meio de certificações correspondentes às dimensões que o integram, os autores concluíram que as práticas de ESG melhoram significativamente o desempenho quando mensurado por meio do Q de Tobin, mas não quando ele é mensurado pelo ROA, quando foi constatada uma relação sem significância.

Quando analisadas as dimensões do ESG individualmente constatou-se que as práticas ambientais e de governança impactam positivamente o desempenho financeiro. Por outro lado, o modelo perdeu capacidade explicativa, indicando que observar as práticas de ESG como um todo pode ser mais adequado.

Os resultados apresentados para o ROA foram mantidos, indicando a perda de poder explicativo da dimensão Social (DS), que mesmo sem significância, aponta para que atenção a estas questões, sugerem que diminuição na performance das empresas. Ressalte-se que a exceção observada dentre as variáveis é para a INTENE, que mede eficiência energética do setor, que não manteve sua influência negativa, estatisticamente significativa, com o Q de Tobin. O mercado avalia negativamente as empresas que são mais dispendiosas no gasto de energia. Por sua vez, boas práticas de governança corporativa e de cuidados ambientais aprimoraram o desempenho financeiro.

Ainda com relação à dimensão social, que apresentou relação negativa (estatisticamente não significativos) com a performance financeira (ROA e Q de Tobin), os achados corroboram os estudos de Vergini et al., (2015), que reportaram uma relação negativa entre o rendimento das empresas e o investimento social interno, isto é, em colaboradores e processos internos. Nesse mesmo sentido, Taliento, Favino e Netti (2019) constataram que as práticas sociais não aprimoram o desempenho financeiro de nas empresas europeias analisadas pelos autores.

Também, Saygili, Arslan e Birkan (2021), identificaram uma relação negativa entre a dimensão ambiental e o desempenho financeiro, que foi ainda positivamente influenciado pelas ações sociais. Por fim, os resultados da análise do efeito de cada uma das dimensões do ESG corroboram em parte as evidências encontradas por Qureshi et al. (2021). Os autores concluíram que o compromisso comunicado com o pilar ambiental e um mecanismo de governança fortalecidos podem aprimorar o desempenho medido pelo Q de Tobin, mas não pelo ROA (os autores encontraram vinculação com a mensuração contábil do ROE – retorno sobre o patrimônio líquido).

Por outro lado, esse resultado vai de encontro às evidências identificadas por Ramić (2019), que encontrou resultados positivos sobre desempenho social de uma empresa impacta e seu desempenho financeiro, quando observados os indicadores de desempenho econômico-financeiro ROA, ROE e Q de Tobin, para as empresas listadas ao redor do mundo. Um outro estudo conduzido no contexto nacional por Anzilago, Flach e Lunkes (2022) também encontrou evidências de que as atividades sociais de uma empresa são capazes de melhorar seu desempenho financeiro. Os autores detectaram uma influência positiva da responsabilidade ambiental social e de governança no desempenho de empresas brasileiras no ROA, mas não no Q de Tobin.

5. CONCLUSÃO

Ao investigar relação das práticas corporativas de ESG com desempenho financeiro das empresas durante o período do estudo, foi constatado que a performance financeira está positivamente associado ao tamanho da empresa e ao setor em que ela opera, existindo um impacto negativo da intensidade energética do setor. As atividades de ESG desempenhadas são capazes de influenciar positivamente o desempenho financeiro. Esses resultados vão ao encontro dos de resultados de Qureshi et al. (2021), assim como os de Ren e Zeng (2022), que constataram uma relação sem significância das práticas de ESG sobre o ROA.

Foi observada influência do IESG no ROA Esses resultados encontrados vão ao encontro a alguns estudos da literatura, como o de e Xie et al. (2018), que constataram que as práticas de ESG têm reflexos positivos e significativos no retorno sobre o ativo de empresas japonesas. Por outro lado, as evidências vão do encontro dos estudos de Cornell e Damodaram (2020) e Weston e Nnadi (2021), que identificaram que o ROA não é impactado pelas práticas de ESG. O desempenho corporativo em ESG foi considerado em sua totalidade, mas também nas dimensões que o compõe (DA – dimensão ambiental; DS – dimensão social; e DG – dimensão de Governança Corporativa). Foi constatado que o tamanho, o desempenho financeiro do ano anterior e a alavancagem são significativas e guardam relação positiva, positiva e negativa. As dimensões ambiental e de governança corporativa provocam efeitos

positivos no desempenho financeiro. A influência das práticas ambientais e de governança corporativa no resultado financeiro também foram confirmadas por Worokinasih e Zaini (2020), que sugerem que a estrutura de governança corporativa tem um impacto significativo e positivo em função da característica dessa dimensão de promover transparência. Por sua vez, Saygili, Arslan e Birkan (2021) também corroboram a relevância dimensão de governança no Q de Tobin. Já Qureshi et al. (2021) concluíram que o compromisso com o pilar ambiental e um mecanismo de governança fortalecidos podem aprimorar o desempenho medido pelo Q de Tobin, mas não pelo ROA .

Este estudo contribui com a literatura ao constatar uma relação positiva entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro. Contudo, algumas limitações também precisam ser destacadas. Um primeiro aspecto diz respeito ao fato de que não é tarefa fácil mensurar o desempenho corporativo em questões ambientais sociais e de governança. Nesse sentido, é possível que algum aspecto relevante tenha sido perdido (não percebido) e isso pode ter impactado os resultados. Outra limitação diz respeito ao quantitativo ainda baixo de empresas que fazem divulgação dos Relatórios de Sustentabilidade, sobretudo com consistência e verificação externa das divulgações feitas. Como sugestões de pesquisas futuras sugere-se aprimorar a mensuração das proxys propostas (IESG e o comprometimento ambiental). Ainda é possível considerar cada uma das questões aplicadas para composição do IESG como variáveis dependentes do modelo, de modo a precisar quais aspectos são mais relevantes para o desempenho financeiro.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras. **Revista de Ciências da Administração**, p. 109-127, 2016.
- 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.
- DALAL, K.; THAKER, N. ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies. **IUP Journal of Corporate Governance**; Hyderabad Vol. 18, Ed. 1, : 44-59, 2019.
- GARCIA, A. S.; ORSATO, R. J. Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. **Business Strategy and the Environment**, 29, pp. 3261-3, 2020.
- HARFUCH, C. S.; OLIVEIRA JUNIOR, P. F. P.; ARAÚJO, M. B.; MORAIS, M. O. Sustainability and finance: a sustainable company has better financial performance than a non-sustainable one?. **Research, Society and Development**, v. 10, n.10, e516101019251, 2021
- HE, D.; REN S.; ZENG, H. Environmental labeling certification and firm environmental and financial performance: A resource management perspective. **Business Strategy and the Environment**, Vol. 31, No. 3, p. 751-767. 2022.
- LI, W.; ZHENG, M.; ZHANG Y.; CUI, G. Green governance structure, ownership characteristics, and corporate financing constraints. **Journal of Cleaner Production**, v. 260, p. 121008, 2020.
- RAMIĆ, H. Relationship Between ESG Performance and Financial Performance of companies: an Overview of the Issue. **University of Lausanne**, 2019.
- SONG, H.; ZHAO, C.; ZENG, J., Junping. Can environmental management improve financial performance: An empirical study of A-shares listed companies in China. **Journal of cleaner production**, v. 141, p. 1051-1056, 2017. XIE, J.; NOZAWA, W.; YAGI, M.; FUJII, H.; MANAGI, S. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? **Business Strategy and the Environment**. 28; 2; 286-300, 2019. DOI: 10.1002/bse.2224.