

# IMPACTO DAS PRÁTICAS ESG NO DESEMPENHO FINANCEIRO EMPRESARIAL: UM ESTUDO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO PÓS-PANDEMIA

Marco Antônio Ferreira Inácio<sup>1</sup>; Christiane Sousa Neves<sup>2</sup>

**Resumo:** Este estudo investigou a correlação entre o desempenho em ESG (*Environmental, Social, Governance*) e o desempenho financeiro de empresas brasileiras no período pós pandemia da Covid-19. O estudo envolveu uma metodologia de pesquisa descritiva e transversal, com abordagem quantitativa, analisando 25 empresas brasileiras de capital aberto com as melhores pontuações em ESG de acordo com o Monitor Empresarial de Reputação Corporativa (MERCOR). A variável independente foi a posição em desempenho ESG, enquanto as variáveis dependentes foram os índices de Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC) e o logaritmo do total de ativos (Inta). Os resultados indicaram que não houve uma relação estatisticamente significativa entre a pontuação ESG e os índices ROA e ROIC. Por outro lado, a relação com o ROE apresentou uma correlação negativa e estatisticamente significativa ( $\rho = -0,317$ ), sugerindo um possível impacto adverso das pontuações ESG no retorno sobre o patrimônio líquido. Além disso, constatou-se a correlação positiva e moderada entre desempenho ESG e o tamanho da empresa ( $\rho = 0,54$ ).

**Palavras-chave:** ESG; Desempenho financeiro; Desempenho ESG; Pós-pandemia.

**Abstract:** This study investigated the correlation between ESG (Environmental, Social, and Governance) performance and the financial performance of Brazilian companies in the post-COVID-19 pandemic period. The research employed a descriptive and cross-sectional methodology with a quantitative approach, analyzing 25 Brazilian publicly traded companies with the highest ESG scores. The independent variable was the ESG performance position, while the dependent variables were Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Return on Invested Capital (ROIC), and the logarithm of total assets (Inta). The results indicated that there was no statistically significant relationship between the ESG score and ROA and ROIC indices. However, the relationship with ROE showed a negative and statistically significant correlation ( $\rho = -0.317$ ), suggesting a potential adverse impact of ESG scores on return on equity. Additionally, a positive and moderate correlation was found between ESG performance and company size ( $\rho = 0.54$ ).

**Keywords:** ESG; financial performance; ESG performance; post-pandemic.

---

<sup>1</sup> Estudante do bacharelado em Administração, IFTM, Campus Uberaba, e-mail: marcoinacio08@gmail.com

<sup>2</sup> Professora do curso de bacharelado em Administração, IFTM, Campus Uberaba, e-mail: christianeneves@iftm.edu.br

## 1 INTRODUÇÃO

Um dos elementos que muitas empresas e agentes do mercado estão levando em conta ao planejar suas estratégias corporativas é sintetizado na sigla ESG (*Environmental, Social, Governance*). Isso representa uma mudança de paradigma significativa que busca redirecionar os objetivos tradicionais ligados ao interesse próprio e lucro individual, para metas influenciadas pelo bem-estar da comunidade, especialmente no que diz respeito ao meio ambiente, sustentabilidade e ética empresarial (Savio; D'Andrassi; Ventimiglia, 2023).

O acrônimo ESG surgiu em um relatório de 2004, apresentado a Kofi Annan, Secretário-Geral das Nações Unidas (ONU), como um conjunto de práticas a serem adotadas por organizações interessadas em reduzir os impactos negativos de cunho ambiental, social e de governança em seus negócios (Gillan; Koch; Starks, 2021; Menezes, 2022).

O ESG se diferencia do termo *Corporate Social Responsibility* (CSR), descrito na ISO 26000 como a “responsabilidade de uma organização pelos impactos de suas decisões e atividades na sociedade e no meio ambiente, por meio de comportamento transparente e ético que contribui para o desenvolvimento sustentável” (ABNT, 2010). A principal diferença entre CSR e ESG é que este último explicitamente inclui a governança corporativa como um de seus pilares, enquanto no primeiro essa preocupação é tratada de forma indireta. Assim, embora possam ser usados de maneira equivalente, ESG é a terminologia mais recente e abrangente (Gillan; Koch; Starks, 2021).

Os critérios ESG estão se tornando cada vez mais essenciais para avaliar o impacto e o desempenho de uma empresa em relação ao meio ambiente, práticas sociais e estruturas de governança.

O foco em questões de sustentabilidade e responsabilidade corporativa, representadas pelos pilares do ESG, tornou-se fonte importante de estudo. Organizações capazes de empregar estratégias voltadas para práticas em ESG têm demonstrado comprometimento não apenas com questões financeiras, mas também com o meio ambiente e a sociedade como um todo. No entanto, a relação entre o desempenho em ESG e o desempenho financeiro das empresas após a pandemia do COVID-19 ainda carece de estudos detalhados, especialmente no contexto brasileiro.

Este estudo tem como objetivo analisar uma possível relação entre o desempenho em ESG e o desempenho financeiro de empresas brasileiras após o período da pandemia do COVID-19. A hipótese adotada é de que existe uma relação positiva entre ambos os desempenhos, ou seja, entre ESG e o desempenho financeiro empresarial.

Nesse contexto, este estudo se justifica por fornecer uma compreensão necessária da relação entre ESG e o desempenho financeiro de empresas brasileiras, oferecendo informações sobre como estratégias baseadas nesse conceito refletiram na esfera econômica. Assim, os resultados da pesquisa podem orientar empresas e investidores, além de incentivar mais gestores a adotar ou não estratégias com foco em ESG em suas empresas.

Além disso, esta pesquisa preenche uma lacuna na literatura atual, pois analisa a relação entre ESG e o desempenho financeiro em um contexto econômico específico, ou seja, no cenário pós-pandemia no Brasil. Desse modo, o estudo contribui para o enriquecimento da teoria ESG no Brasil, além de servir de referência para estudos futuros que abordem questões análogas tanto no país quanto em outras regiões ou contextos de mercado.

O artigo está estruturado da seguinte forma: na seção 2 é fornecida uma visão geral do referencial teórico da pesquisa; na seção 3 são abordados os dados e a metodologia adotada na pesquisa; na seção 4 são apresentados os resultados e a discussão; finalmente, na seção 5 é fornecida as considerações finais da pesquisa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

A implementação de práticas e ações relacionadas aos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa - focadas nos pilares do ESG - acarreta diversas despesas para as organizações. Logo, para manter transparência em suas operações, é benéfico que investidores e as próprias organizações compreendam se os investimentos voltados ao ESG podem se traduzir em benefícios financeiros tangíveis para suas respectivas empresas.

Duas teorias principais buscam explicar a relação entre o desempenho das empresas em suas ações no ESG e seu desempenho financeiro. A mais antiga é a teoria da agência, que adere aos preceitos da teoria da economia neoclássica, segundo a qual, desde a criação da empresa, seu principal e único objetivo é gerar riqueza e lucros para os acionistas (Friedman, 1970; Jensen; Meckling, 1976). Assim, para essa teoria, é totalmente irrelevante para uma empresa desenvolver atividades sociais ou morais, pois tais ações e projetos representam custos de maior ou menor valor para a empresa, o que pode reduzir as margens de lucro (Afza; Ehsan; Zanir, 2015).

Nesse sentido, a literatura indica que, quando há investimentos em responsabilidade social corporativa, há um interesse do CEO da empresa em melhorar sua reputação perante a sociedade, mas não há uma conexão direta com os interesses dos acionistas, que buscam a maximização dos lucros (Friedman, 1970; Atkinson; Galaskiewicz, 1988). Isso resulta em um

conflito de interesses entre acionistas e gerentes, já que os últimos, ao investirem em ESG, o fazem às custas dos primeiros (Barnea; Rubin, 2010). Segundo Assaf Neto (2014, p. 37) “ocorrendo pontos de discordância ou objetivos divergentes entre as partes (principal e agente), tem-se o que se denomina de conflito de agentes”. Portanto, para a teoria da agência, é importante separar os objetivos dos acionistas dos gestores das empresas (Jensen; Meckling, 1976; Fama; Jensen, 1983).

Adicionalmente, estudos apontam que muitos investimentos em ESG podem significar custos maiores do que benefícios (Krüger, 2015) e que investimentos excessivos em ESG resultam em menores lucros para os acionistas em momentos de eventos negativos (Liu *et al.*, 2020). Dessa forma, segundo a teoria da agência, os investimentos em ESG estariam sempre negativamente relacionados ao desempenho financeiro das empresas que os adotam.

A segunda teoria é a dos *stakeholders*. Um *stakeholder* pode ser definido como um grupo ou indivíduo que possui o poder de afetar ou ser afetado pelas atividades e objetivos de uma empresa (Freeman, 1984). Dessa maneira, segundo a teoria dos *stakeholders*, a organização não se concentra apenas nos interesses de seus acionistas, mas também leva em consideração todos os envolvidos relacionados aos objetivos da empresa (*stakeholders*), como consumidores, fornecedores, colaboradores, autoridades reguladoras, governos, entre outros (Afza; Ehsan; Zanir, 2015).

Borba (2005) sugere que há um desempenho positivo e de longo prazo ao alinhar os interesses da empresa com os diversos grupos de *stakeholders*. No entanto, tanto a riqueza quanto o valor não devem estar restritos a aspectos econômicos ou financeiros, como o valor das ações, dividendos ou lucros, mas devem ser compreendidos de forma mais ampla, considerando outras dimensões (Clarkson, 1995).

A partir dos anos 1980, a teoria dos *stakeholders* não apenas passou a influenciar os sistemas de governança corporativa de economias avançadas, como o Reino Unido e os Estados Unidos, mas também transformou as práticas de gestão das empresas (Zhang, 2008; Chen; Wang, 2011). Por outro lado, Prata (2022) aponta que a crise econômica de 2008 demonstrou a falha dos modelos de pensamento centrados na teoria da agência.

Conforme os estudos de Gupta e Jham (2021), empresas que adotam práticas de ESG mais sólidas demonstraram superar o desempenho do mercado após períodos de crise. O envolvimento em iniciativas de ESG também melhora a reputação corporativa (Branco; Rodrigues, 2006), resultando em um maior engajamento por parte dos *stakeholders* (Arouri; Gomes; Pukthuanthong, 2019), como a fidelidade dos clientes (Turker, 2009), o que pode reduzir a volatilidade nos ganhos das empresas (Amel-Zadeh; Serafeim, 2018). Em termos

gerais, a teoria dos *stakeholders* sugere que um desempenho superior em métricas de ESG está associado a um maior valor percebido pela empresa (Lv; Li; Mitra, 2020).

Baseando-se nessas teorias, estudos de diversos países têm investigado, por meio de metodologias quantitativas, a relação entre o desempenho nas estratégias ESG e o desempenho financeiro das empresas. Essas pesquisas adotaram critérios nos quais os desempenhos das empresas em ESG foram quantificados, usualmente por meio de alguma lista de avaliação e classificação realizada por empresas de consultoria renomadas. Esses sistemas de avaliação das pontuações em ESG são adotados por grandes empresas de consultoria, desempenhando um papel crucial como indicadores abrangentes, destacando práticas relacionadas ao ESG (Alareeni; Hamdan, 2020).

Além disso, a associação entre a pontuação em ESG é feita em conjunto com o desempenho financeiro das empresas. O desempenho empresarial é compreendido como a capacidade da organização em reunir e administrar de forma eficaz seus ativos, sejam eles humanos, financeiros ou físicos, para alcançar metas e objetivos (Ramezan; Sanjaghi; Baly, 2013).

A avaliação do desempenho financeiro das empresas é conduzida por indicadores que abrangem a rentabilidade e o valor de mercado da empresa. Em Boukattaya, Achour e Hlioui (2021), ressalta-se que a rentabilidade é mensurada por métricas contábeis (ROA, ROE, lucro líquido, ROS, etc.), enquanto o valor de mercado é aferido pelo retorno das ações e pelo patrimônio líquido, pelo Q de Tobin, entre outros.

A metodologia dos estudos que relacionam o desempenho em ESG e o desempenho financeiro considera o primeiro como variável independente e o segundo, por meio de seus indicadores, como variáveis dependentes. É por meio de correlações estatísticas que se analisa a relação, seja ela insignificante, positiva ou negativa, entre essas variáveis.

Poucas pesquisas evidenciaram a inexistência de relação ou uma relação insignificante entre o desempenho em ESG e o desempenho financeiro das empresas (Atan, Alam, Said e Zamri, 2019; Lopez-de-Silanes; McCahery; Pudschedl, 2020). Estudos que apontaram uma relação negativa entre os desempenhos em ESG e financeiro das empresas conseguiram respaldar a teoria da agência, ao indicar o ônus suportado pelos acionistas nos investimentos em ESG (Marsat; Williams, 2013; Duque-Grisales, 2019; Landi; Sciarelli, 2019).

Por fim, estudos que confirmaram positivamente a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas corroboram a teoria dos *stakeholders* (Friede; Busch; Bassen, 2015; Alshehhi; Nobanee; Khare, 2018; Koroleva; Baggieri; Nalwanga, 2020; Nguyen; Hoan; Tran, 2022). Nestes estudos, foi evidenciado que os investimentos em ESG

tendem a atrair investidores, resultando em maior valor de mercado para as empresas mencionadas.

### 3 DADOS E METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa de natureza aplicada, descritiva e transversal, com abordagem quantitativa, realizada com dados secundários de empresas brasileiras no período de pós pandemia da Covid-19. As pesquisas descritivas “têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis” (Gil, 2008, p. 28). Além dessa característica, a pesquisa descritiva não tem o objetivo de explicar os fenômenos que se propôs a descrever, embora sirva como base para a explicação (Vergara, 2000). Por sua vez, os estudos de corte transversal têm como característica a observação das variáveis em um único momento no tempo, quando o pesquisador captura uma imagem estática dos eventos (variáveis) de interesse, em vez de acompanhar sua progressão ao longo do tempo (Zangirolami-Raimundo; Echeimberg; Leone, 2023).

Foram coletados dados de 25 organizações brasileiras avaliadas em índices de ESG pelo Monitor Empresarial de Reputação Corporativa (MERCO), um instrumento corporativo usado para avaliar a reputação de organizações no Brasil e em outros países, tais como Espanha, Itália e México. A versão brasileira deste monitor publica anualmente uma lista das cem organizações que operam no Brasil e se destacam por suas práticas ESG. De acordo com os dados do MERCO (2022), todas as empresas listadas receberam pontuações com base em sua atuação no desenvolvimento de atividades e ações relacionadas à variável de análise, ESG, nos seus três pilares: responsabilidade ambiental (*Environmental*), responsabilidade interna, com clientes e a sociedade (*Social*), e responsabilidade ética e de governança (*Governance*). Foram consideradas as duas últimas avaliações do MERCO, emitidas em 2021 e 2022.

Como critérios de inclusão, as organizações precisavam ser brasileiras, possuir a natureza jurídica de sociedades anônimas de capital aberto, estar listadas na bolsa de valores brasileira (B3), disponibilizar seus resultados financeiros atualizados, bem como apresentar os resultados financeiros em valores na moeda brasileira (real).

Os dados financeiros de cada empresa foram coletados manualmente em seus sites oficiais, nas páginas de relações com investidores e no banco de dados da B3. Como algumas

empresas apresentavam seus resultados no formato de milhões de reais, os valores que não estavam nesse formato foram convertidos para garantir a homogeneidade dos valores.

O conjunto de dados final utilizado para cálculos e estimativas consistiu em 50 observações de 25 empresas. As empresas e seus respectivos setores estão listados na Tabela 1 e suas pontuações de 2022 no Apêndice A e as pontuações de 2021 no Apêndice B.

**Tabela 1 - Quantidade de empresas e setores de atuação**

<b>Setor</b>	<b>Quantidade Empresas</b>	<b>Nomes Comerciais</b>
Comércio de Varejo	4	Magazine Luiza, Lojas Renner, Ipiranga (Ultrapar), Raia Drogasil
Comunicações	1	Vivo
Consumo de Não Duráveis	4	Natura, Ambev, Alpargatas, BRF
Financeiro	4	Itaú Unibanco, Bradesco, Porto Seguro, Banco do Brasil
Indústrias de Processamento	3	Suzano, Braskem, Camil
Minerais Não Energéticos	1	Gerdau
Serviços Comerciais	1	Cielo
Serviços de Distribuição	1	Riachuelo (Guararapes)
Serviços de Saúde	1	Fleury
Serviços de Tecnologia	2	NuBank, XP Investimentos
Tecnologia em Saúde	1	Eurofarma
Transportes	2	Gol Linhas Aéreas, Azul Linhas Aéreas Brasileiras

Fonte: Elaborado pelos Autores (2023)

Os setores em questão são categorizados pela B3, totalizando 12 setores na presente pesquisa.

Diversos índices de desempenho financeiro são utilizados como variáveis dependentes nos modelos estatísticos (Boukattaya; Achour; Hlioui, 2021; Galant; Cadez, 2023), no entanto, considerando que o conjunto de dados se refere a empresas de tamanhos variados e setores diferentes, apenas alguns deles são indicados (Koroleva; Baggieri; Nalwanga, 2023).

Assim, no presente estudo foram utilizadas como variáveis dependentes os índices de Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC). Esses índices são apontados como indicadores que possibilitam a análise do desempenho de uma empresa e sua comparação com outras, mesmo que estas possuam tamanhos variados (Koroleva; Baggieri; Nalwanga, 2023).

O retorno sobre os ativos (ROA) é calculado como a proporção entre o lucro líquido e o total de ativos, e o retorno sobre patrimônio líquido (ROE) é expressado como a proporção entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (Nguyen; Hoan; Tran, 2022). O retorno sobre capital investido (ROIC), por seu turno, é calculado como sendo a proporção entre o lucro operacional após os impostos sobre o capital investido (Koller; Goedhart; Wessels, 2010).



Com efeito, tais índices são considerados de abordagem contábil e refletem o processo de tomada de decisões internas da empresa e o desempenho dos gestores. São apropriados para determinar a relação ESG e desempenho financeiro das empresas, conforme estudado por McWilliams e Siegel (2000). Por outro lado, não foram utilizados indicadores de mercado, como o Q de Tobin, pois, apesar de focarem no desempenho financeiro da empresa, não levam em conta os desdobramentos de eventuais estratégias em investimentos ambientais (Albertini, 2013).

Além disso, utilizou-se como variável dependente o logaritmo natural dos ativos totais (Inta), que transforma os valores absolutos dos ativos totais das empresas em uma escala logarítmica. Esta variável é considerada um elemento que pode afetar o desempenho de uma empresa (Mohammed; Knapkova, 2016). Por meio do Inta, torna-se possível analisar e interpretar os dados financeiros de maneira eficaz, mesmo considerando análises de empresas de tamanhos variados, nas quais o total de ativos pode variar e impactar a discricionariedade das amostras (Swastika, 2013).

A variável independente utilizada foi a pontuação no nível ESG do MERCO, com 1.000 pontos representando a maior pontuação e 0 pontos a menor pontuação (quando não listada no ano anterior). Quanto mais bem avaliadas estavam as empresas em relação às suas responsabilidades ambientais, sociais e de governança corporativa - ou seja, nos três pilares do ESG - mais alta era a pontuação na lista. Portanto, nesta pesquisa, uma relação positiva entre a pontuação na lista do MERCO e os índices de desempenho financeiro das empresas irão corroborar a hipótese levantada.

Frisa-se que de acordo com a lista da pontuação ESG publicada pelo MERCO, em 2022, das 25 empresas escolhidas, as três empresas com melhor pontuação foram a Natura, Itaú Unibanco e a Ambev, enquanto que as três empresas com menor pontuação foram a Camil, Raia Drogasil e Riachuelo conforme pode ser analisado no Apêndice A.

As estatísticas descritivas das variáveis analisadas são apresentadas na Tabela 2.

**Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis**

Variável	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mín.	Máx.	Shapiro-Wilk	
						W	p
ESG	50	5826.12	1923.76	0	10000	0.829	<.001
ROA	50	0.0187	0.0997	-0.499	0.211	0.688	<.001
ROE	50	0.1693	0.3385	-0.266	2.250	0.514	<.001
ROIC	50	0.0281	0.0948	-0.499	0.211	0.664	<.001
Inta	50	11.7914	2.8530	8.712	21.311	0.833	<.001

Legenda: ROA = retorno sobre ativos; ROE = retorno sobre o patrimônio; ROIC = retorno sobre o capital investido; Inta = logaritmo natural dos ativos totais

Fonte: Elaborado pelos Autores (2023)



Todas as variáveis da Tabela 2 apresentam certo grau de heterogeneidade, como evidenciado pelos valores descritos no desvio-padrão, bem como pela faixa de valores mínimo e máximo. Essa amplitude de valores reflete a diversidade no desempenho das empresas nessas métricas, algo que pode ser justificado pelo contexto de crise econômica decorrente da pandemia da Covid-19 que afetou o Brasil, além de outras características aleatórias.

A pontuação ESG apresenta a maior variabilidade, o que pode ser explicado pelas variações na lista do MERCO entre os anos de 2021 e 2022. O logaritmo natural dos ativos totais exibe a segunda maior variabilidade, o que se deve às variações nos setores e tamanhos das organizações analisadas.

Ademais, o teste de normalidade de Shapiro-Wilk foi utilizado para verificar a distribuição dos dados, indicando que nenhuma das variáveis segue uma distribuição normal. Diante disso, optou-se neste estudo por realizar uma análise de correlação pelo método de Spearman, por se tratar de uma medida de correlação não paramétrica que se baseia na ordenação de duas ou mais variáveis, não exigindo que estas possuam uma distribuição conjunta normal bivariada (Dias; Valente; Fernandes, 2020). Os coeficientes de correlação são interpretados conforme a Tabela 3.

**Tabela 3 - Interpretação dos índices de correlação**

Valor de $\rho$ (+ ou -)	Interpretação
0,00 a 0,19	Correlação muito fraca
0,20 a 0,39	Correlação fraca
0,40 a 0,69	Correlação moderada
0,70 a 0,89	Correlação forte
0,90 a 1,00	Correlação muito forte

Fonte: Baba, Vaz e Costa (2014)

Todas as análises foram conduzidas no programa estatístico Jamov, e o nível de significância utilizado foi de 5%.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Os resultados da correlação da pontuação ESG com o desempenho financeiro das empresas estão apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4 - Correlação entre pontuação ESG, desempenho financeiro e tamanho da empresa**

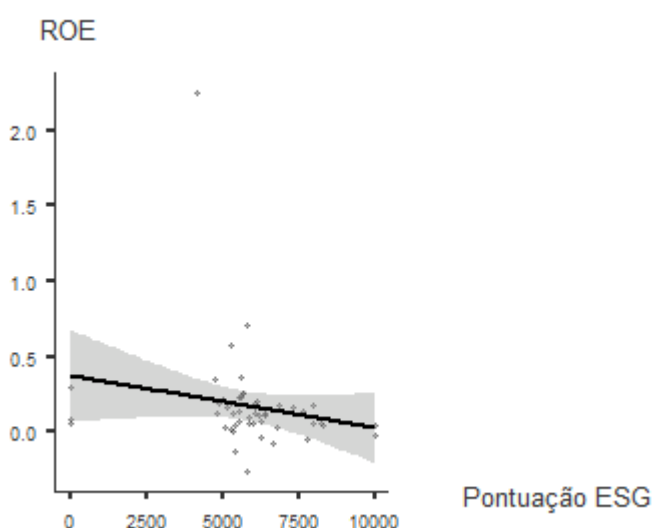
Variáveis	Pontuação ESG		
	rho	p-valor	Significância
ROA	-0.143	0.323	NS
ROE	-0.317	0.025	S-
ROIC	-0.178	0.217	NS
Inta	0.540	<.001	S+

Legenda: rho = força da correlação de Spearman; NS = não significativo; S- = tendência negativa; S+ = tendência positiva

Fonte: Elaborado pelos Autores (2023)

A correlação entre a pontuação ESG e os índices ROA e ROIC revelou-se notavelmente similar, evidenciando uma associação negativa de natureza frágil em ambos os casos. Para o ROA, a correlação foi negativa, contudo, o valor-p substancialmente elevado (0,323) refuta a hipótese de uma relação estatisticamente significativa. De maneira análoga, no que tange ao ROIC, apesar da existência de uma correlação negativa, o valor-p (0,217) não atingiu a significância estatística convencional de 0,05. Esses resultados indicam a ausência de robustez na relação entre a pontuação ESG e tais métricas de desempenho financeiro.

A relação entre a pontuação ESG e o ROE, por sua vez, apresentou uma correlação negativa de magnitude fraca (rho = -0,317). O valor-p inferior ao nível de significância estabelecido (p = 0,025) sugere que a mencionada associação é estatisticamente significativa.

**Figura 1 - Gráfico correlação ESG e ROE**

Fonte: Elaborado pelos Autores (2023)

Tais constatações indicam que pontuações ESG mais elevadas podem exercer um impacto adverso no retorno sobre o patrimônio líquido. Conforme já informado, resultados

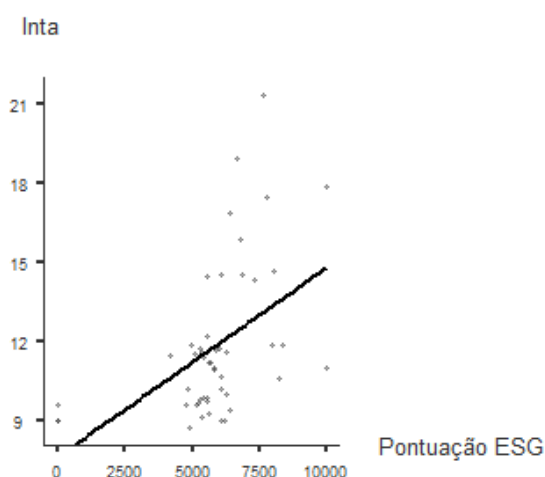
semelhantes também são encontrados na literatura (Chen et al., 2018; Duque-Grisales; Aguilera-Caracuel, 2019), os quais apontam um efeito negativo ou insignificante na relação entre desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas.

Este fato sugere que empresas que priorizam práticas ESG mais elevadas podem enfrentar perdas em termos de retorno sobre o patrimônio líquido (capital próprio), o que poderia apontar para uma possível tensão entre os objetivos de sustentabilidade e a maximização dos retornos para os acionistas.

Este fenômeno pode ser atribuído ao fato de que companhias que se dedicam a adotar práticas socialmente responsáveis enfrentam despesas financeiras adicionais, resultando em um desempenho operacional e financeiro inferior (Alareeni; Hamdan, 2020). No entanto, ressalta-se que a análise dos dados se refere ao período pós-pandemia da Covid-19 (período de 2021 a 2022), o que deve ser considerado ao analisar o índice ROE, já que estudos apontam que é de longo prazo a rentabilidade ROE de empresas que investem em ESG e consequentemente os mencionados investimentos podem ser recuperados ao longo de um período superior a um ano (Nazarova; Lavrova, 2022; Menezes, 2022).

No que tange à correlação entre a pontuação ESG e o logaritmo dos ativos totais (Inta), a análise apontou uma significância estatística ( $p < 0,001$ ) e uma correlação positiva e moderada ( $\rho = 0,54$ ), indicando que empresas com pontuações ESG mais elevadas estão associadas a um aumento substancial no tamanho de seus ativos totais.

**Figura 2 - Gráfico correlação ESG e Inta**



Fonte: Elaborado pelos Autores (2023)

Frisa-se que o porte de uma empresa desempenha um papel crucial na fixação do seu desempenho financeiro, conforme visto por Putri e Puspawati (2023). Com efeito, empresas

de maior porte desfrutam de múltiplas vantagens competitivas que podem impulsionar o aumento da rentabilidade, como o poder de mercado para estabelecer preços mais elevados e eficiências na redução de custos.

Assim, no período pós pandemia da Covid-19, as práticas ESG mostraram-se moderadamente ligadas ao dimensionamento organizacional, sugerindo que as empresas que adotaram e promoveram iniciativas sustentáveis possuíam ativos totais de magnitude mais expressivas. Ou seja, as empresas maiores e/ou com maiores capacidades de realizar investimentos e sustentar suas operações, conseguiram melhores práticas em ESG e vice-versa.

## 5 CONCLUSÃO

Os resultados deste estudo não foram capazes de suportar a hipótese inicial, pois indicam uma correlação complexa e variada entre o desempenho em ESG e os indicadores financeiros das empresas no período pós-pandemia da Covid-19 no Brasil. Observou-se uma associação negativa e frágil entre a pontuação ESG e os índices ROA e ROIC, indicando a ausência de uma relação estatisticamente significativa. Por outro lado, a relação com o ROE apresentou uma correlação negativa de magnitude fraca, mas estatisticamente significativa, sugerindo um possível impacto adverso das pontuações ESG no retorno sobre o patrimônio líquido.

A constatação de que empresas com práticas ESG mais elevadas pode enfrentar perdas em termos de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) aponta para um dilema potencial entre os objetivos de sustentabilidade e a maximização dos retornos para os acionistas. Tal fato pode ser explicado pelas despesas adicionais associadas a projetos focados em ESG. Isso sugere que os benefícios de longo prazo desses investimentos podem estar afetando a rentabilidade no curto prazo.

Destaca-se, contudo, que a análise se limitou ao período específico pós-pandemia da Covid-19 (2021 a 2022) e estudos indicam que os investimentos em ESG podem demandar um lapso temporal mais amplo para a recuperação, considerando o cenário de longo prazo da rentabilidade ROE.

A correlação significativa e positiva entre a pontuação ESG e o logaritmo dos ativos totais sugere que empresas com práticas ESG mais elevadas estão associadas a um aumento substancial no tamanho de seus ativos totais e, portanto, possuem portes maiores. Este achado

reforça a influência do porte da empresa na determinação de suas práticas e investimentos em ESG.

Este estudo contribui para o entendimento da complexa interseção entre práticas ESG, desempenho financeiro e tamanho das empresas, ressaltando a necessidade de análises aprofundadas e considerações a longo prazo ao avaliar o impacto dessas práticas no cenário empresarial brasileiro contemporâneo.

## REFERÊNCIAS

ABNT. **ISO 26000**: Diretrizes sobre responsabilidade social. Rio de Janeiro: Associação Brasileira de Normas Técnicas, 2010.

AFZA, T.; EHSAN, S.; NAZIR, S. Whether companies need to be concerned about corporate social responsibility for their financial performance or not? A perspective of agency and stakeholder theories. **European Online Journal of Natural and Social Sciences**, v. 4, n. 4, p. 664-682, 2015.

ALAREENI, B.; HAMDAN, A. 'ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms', **Corporate Governance**, vol. 20, no. 7, p. 1409-1428, 2020.

ALBERTINI, E. Does environmental management improve financial performance? A meta-analytical review. **Organization & Environment**, v. 26, n. 4, p. 431-457, 2013.

AMEL-ZADEH, A.; SERAFEIM, G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. **Financial Analysts Journal**, v. 74, n. 3, p. 87-103, 2017.

ALSHEHHI, A.; NOBANEE, H.; KHARE, N. The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. **Sustainability**, v. 10, n. 2, 494, 2018.

AROURI, Mohamed; GOMES, Mathieu; PUKTHUANTHONG, Kuntara, Corporate social responsibility and M&A uncertainty. **Journal of Corporate Finance, Forthcoming**, v. 56, p. 176 – 189, 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ATAN, R.; Alam, M. M.; SAID, J.; ZAMRI, M. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. **Management of Environmental Quality An International Journal**, v. 29, n. 2, p. 182-194, 2019.

ATKINSON, L.; GALASKIEWICZ, J. Stock ownership and company contributions to charity. **Administrative science quarterly**, v. 33, n. 1, 82-100, 1988.

BABA, R.; VAZ, M. S. M. G.; COSTA, J. D. Correlação de dados agrometeorológicos utilizando métodos estatísticos. **Revista Brasileira de Meteorologia**, v. 29, n. 4, 515-526, 2014.

BARNEA, A.; RUBIN, A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. **Journal of business Ethics**, v. 97, p. 71-86, 2010.

BORBA, P. R. F. **A relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. 2005. 127f. Dissertação Mestrado em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BOUKATTAYA, S.; ACHOUR, Z.; HLIOUI, Z. Corporate social responsibility and corporate financial performance: an empirical literature review. **International Journal of Innovative Research and Publications**, v.1, n. 3, p. 1-32, 2021.

BRANCO, M. C.; RODRIGUES, L. C. L. Corporate social responsibility and resource-based perspectives. **Journal of Business Ethics**, v. 69, p. 11-132, 2006.

CHEN, H.; WANG, X. Corporate social responsibility and corporate financial performance in China: an empirical research from Chinese firms. **Corporate Governance**, v. 11, n. 4, p. 361-370, 2011.

CHEN, Y. C.; HUNG, M.; WANG, Y. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. **Journal of Accounting and Economics**, v. 65, n. 1, 169-190, 2018.

CLARKSON, M. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, 1995.

DIAS, L.C.; VALENTE, A. M. C.; FERNANDES, L. L. Análise e correlação de variáveis climatológicas com os fenômenos climáticos e a urbanização na cidade de Belém, no estado do Pará, região norte do Brasil. **Research, Society and Development**, v. 9, n. 8, 22 p, 2020.

DUQUE-GRISALES, E.; AGUILERA-CARACUEL, J. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of Multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. **Journal of Business Ethics**, 1-20, 2019.

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301- 325, 1983.

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

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210–233, 2015.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. **New York Times Magazine**, p. 122-126, 1970.

GALANT, A.; CADEZ, S. Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, v.3, n. 1, p. 676-693, 2023.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, 2021.

GUPTA, L.; JHAM, J. Green Investing: Impact of pro-environmental preferences on stock market valuations during turbulent periods. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 15, n. 5, p. 59-81, 2021.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation**: measuring and managing the value of companies. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010.

KOROLEVA, E.; BAGGIERI, M.; NALWANGA, S. Company performance: Are environmental, social, and governance factors important? **International Journal of Technology**, v. 11, n. 8, p. 1468-1477, 2020.

KRÜGER, P. Corporate goodness and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, v. 115, p. 304-329, 2015.

LANDI, G.; SCIARELLI, M. Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance. **Social Responsibility Journal**, v. 1, n. 1, p. 11-27, 2019.

LIU, A. Z.; LIU, A. X.; WANG, R.; XU, S. X. Too Much of a good thing? The boomerang effect of firms' investments on corporate social responsibility during product recalls. **Journal of Management Studies**, v. 57, n. 8, p. 1437-1472, 2020.

LOPEZ-DE-SILANES, F.; MCCAHERY, J. A.; PUDSCHEDL, P. C. (2020). ESG performance and disclosure: A cross-country analysis. **Singapore Journal of Legal Studies**, p. 217-240, 2020.

LV, P.; LI, Y.; MITRA, D. CSR and performance of family businesses: A systematic review, **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 14, n.3, p. 75-85, 2020.

MARSAT, Sylvain; WILLIAMS, Benjamin. CSR and market valuation: International evidence. **Bankers Markets & Investors: an academic & professional review**, 123, p. 29 – 42, 2013.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility & financial performance: correlation or misspecification? **Strategic Management Journal**, v. 21, 603-609, 2000.

MENEZES, J. V. D. O. **Análise da influência das práticas ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto**. 53 f. Trabalho de Conclusão de



Curso, Bacharelado em Administração, Instituto Federal de Educação da Paraíba. Paraíba, 2022.

MERCO. As empresas mais responsáveis ESG Brasil 2022. **MercoInfo**, 2022. Disponível em: <https://www.merco.info/br/actualidad/resultados-de-merco-responsabilidad-esg-brasil-22>. Acesso em: 10 out. 2023.

MOHAMMED, H. K.; KNAPKOVA, A. The impact of total risk management on company's performance. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, v. 2020, p. 271 - 277, 2016.

NAZAROVA, V.; LAVROVA, V. Do ESG Factors influence investment attractiveness of the public companies? **Journal of Corporate Finance Research**, v. 16, n. 1, p. 38-64, 2022.

NGUYEN, D. T.; HOAN, T. G.; TRAN, H. G. Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms. **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, v. 16, n. 2, p. 91-102, 2022.

PRATA, D. ESG e sustentabilidade corporativa: estamos no caminho certo? **ESG e Justiça Climática**, v. 8, p. 248-272, 2022.

PUTRI, Cindy Meila; PUSPAWATI, Dewita. The effect of ESG disclosure, company size, and leverage on company's financial performance in Indonesia. **The International Journal of Business Management and Technology**, v. 7, n. 2, p. 252-262, 2023.

RAMEZAN, M. SANJAGHI, M. E.; BALY, H. R. K. Organizational change capacity and organizational performance: An empirical analysis on an innovative industry. **Journal of Knowledge-based Innovation in China**, v. 5, n. 3, p. 188-212, 2013.

SAVIO, R.; D'ANDRASSI, E.; VENTIMIGLIA, F. A systematic literature review on ESG during the COVID-19 Pandemic. **Sustainability**, v. 15, n. 3, p. 1-17, 2020.

SWASTIKA, D. L. T.. Corporate governance, firm size, and earning management: Evidence in Indonesia stock exchange. **IOSR Journal of Business and Management**, v. 10, n. 4, p. 77-82, 2013.

TURKER, D. How corporate social responsibility influences organizational commitment. **Journal of Business Ethics**, v. 89, n. 2, 189–204, 2009.

VERGARA, S. C. Projetos e relatórios de pesquisa em administração. 3 ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2000.

ZANGIROLAMI-RAIMUNDO, J.; ECHEIMBERG, J. D. O.; LEONE, C. Tópicos de metodologia de pesquisa: Estudos de corte transversal. **Journal of Human Growth and Development**, v. 28, n. 3, p. 356-360, 2018.

ZHANG, L. J. The shareholders' mutual governance mechanism of enterprises design. **Journal of Zhongnan University of Economics and Law**, v. 132, n. 1, p. 38-41, 2008.

# APÊNDICE A – As empresas mais responsáveis ESG Brasil 2022

Posição	Empresa	Pontuação
1	NATURA	10000
2	ITAÚ UNIBANCO	8017
3	AMBEV	7980
4	GOOGLE	7871
5	GRUPO BOTICÁRIO	7793
6	MAGAZINE LUIZA	7771
7	BRADESCO	7673
8	UNILEVER	7197
9	NESTLÉ	7100
10	DANONE	7047
11	MERCADO LIVRE	7019
12	COCA COLA	7018
13	HOSPITAL ALBERT EINSTEIN	6913
14	AVON	6845
15	TOYOTA	6844
16	HOSPITAL SÍRIO-LIBANÊS	6842
17	APPLE	6841
18	NIKE	6832
19	ALPARGATAS	6804
20	AMAZON	6792
21	NUBANK	6674
22	PFIZER	6673
23	HONDA	6664
24	MCDONALD'S	6659
25	JOHNSON & JOHNSON	6578
26	FIAT	6463
27	RENNER	6416
28	PORTO SEGURO	6393
29	IFOOD	6392
30	ULTRAFARMA	6295
31	SANTANDER	6293
32	P&G	6287
33	FLEURY	6222
34	MICROSOFT	6193
35	HEINEKEN	6121
36	BAYER	6093
37	IBM	6091
38	NETFLIX	6071
39	IPIRANGA	6068
40	CACAU SHOW	6051
41	BANCO DO BRASIL	6049

42	FACEBOOK	6044
43	PEPSICO	6028
44	DELL	6013
45	VIVO	5992
46	GPA	5980
47	ACCOR HOTELS	5953
48	3M	5870
49	BRF	5801
50	SUZANO	5792
51	BASF	5744
52	HERING	5678
53	GERDAU	5656
54	EUROFARMA	5651
55	VOTORANTIM	5629
56	MOTOROLA	5580
57	VISA	5569
58	ACHÉ	5560
59	XP INVESTIMENTOS	5557
60	GOL	5549
61	SAMSUNG	5515
62	VOLKSWAGEN	5450
63	AURORA ALIMENTOS	5436
64	AZUL	5435
65	BRASKEM	5416
66	C&A	5403
67	LOCALIZA&CO	5396
68	AMIL	5393
69	CIELO	5369
70	BOSCH	5365
71	GE	5348
72	CAMIL	5334
73	RAIA DROGASIL	5268
74	RIACHUELO	5249
75	KLABIN	5209
76	LATAM	5162
77	CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	5157
78	PETROBRAS	5098
79	EMBRAER	5070
80	GRUPO GLOBO	5036
81	ENEL	5005
82	CARREFOUR	5002
83	ELETROBRAS	4945
84	JBS	4934
85	BTG PACTUAL	4923
86	NEOENERGIA	4842

87	CARGILL	4835
88	CLARO	4831
89	BUNGE	4783
90	ENGIE	4731
91	COPEL	4679
92	VOLVO	4591
93	VALE	4498
94	RAÍZEN	4453
95	WEG	4405
96	RAPPI	4387
97	COSAN	4352
98	TIM	4203
99	PWC	4142
100	CEMIG	3000

Fonte: Elaborado pelo autor com base no relatório da MERCO em 2022

**APÊNDICE B – As empresas mais responsáveis ESG Brasil 2021**

Posição	Empresa	Pontuação
1	NATURA	10000
2	GRUPO BOTICÁRIO	8497
3	AMBEV	8347
4	MAGAZINE LUIZA	8248
5	AVON	7892
6	BRADESCO	7296
7	GOOGLE	6996
8	MERCADO LIVRE	6971
9	ITAÚ UNIBANCO	6839
10	UNILEVER	6775
11	TOYOTA	6654
12	JOHNSON & JOHNSON	6652
13	NESTLÉ	6620
14	CACAU SHOW	6550
15	NETFLIX	6515
16	P&G	6342
17	DANONE	6317
18	RENNER	6292
19	GPA	6258
20	NUBANK	6251
21	COCA COLA	6229
22	HOSPITAL ALBERT EINSTEIN	6209
23	MICROSOFT	6207
24	AMERICANAS S.A.	6204
25	ALPARGATAS	6107
26	PORTO SEGURO	6098
27	PFIZER	5993
28	APPLE	5968
29	AMAZON	5935
30	HOSPITAL SÍRIO-LIBANÊS	5870
31	VIVO	5865
32	SANTANDER	5862
33	BAYER	5856
34	BRF	5843
35	IFOOD	5818
36	HEINEKEN	5778
37	GERDAU	5629
38	AZUL	5584
39	BANCO DO BRASIL	5571
40	HONDA	5497
41	BASF	5464
42	C&A	5434

43	SAMSUNG	5400
44	SUZANO	5286
45	FACEBOOK	5274
46	MERCEDES BENZ	5256
47	VOTORANTIM	5237
48	FIAT	5195
49	ULTRAFARMA	5180
50	EMBRAER	5178
51	RAIA DROGASIL	5149
52	CIELO	5092
53	CARREFOUR	5090
54	VOLKSWAGEN	5042
55	LATAM	5022
56	LOCALIZA&CO	5014
57	VISA	5013
58	IBM	4999
59	XP INVESTIMENTOS	4991
60	HERING	4970
61	3M	4932
62	FLEURY	4899
63	BUNGE	4890
64	MCDONALD'S	4886
65	HOSPITAL REDE D'OR SÃO LUIZ	4848
66	CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	4842
67	IPIRANGA	4835
68	MONDELÊZ	4820
69	JBS	4816
70	KLABIN	4809
71	GOL	4762
72	GRUPO DPSP	4743
73	GE	4734
74	AMIL	4708
75	PEPSICO	4673
76	TIM	4643
77	CLARO	4630
78	VOLVO	4576
79	VIA	4531
80	SABESP	4494
81	ELETROBRAS	4403
82	PAYPAL	4290
83	BTG PACTUAL	4276
84	TOTVS	4275
85	LENOVO	4209
86	BRASKEM	4186
87	PETROBRAS	4062

88	CARGILL	3973
89	GRUPO GLOBO	3945
90	RAÍZEN	3881
91	COPEL	3745
92	ENEL	3735
93	COSAN	3607
94	CPFL	3583
95	OI	3573
96	WEG	3483
97	SAP	3480
98	GRUPO ABRIL	3067
99	SANOFI	3040
100	VALE	3000

Fonte: Elaborado pelo autor com base no relatório da MERCO em 2021