

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

AUDICÉIA LIMA SILVA ANDRADE

**EFEITO DAS PRÁTICAS ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE)
NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE PAÍSES COM DIFERENTES AMBIENTES
INSTITUCIONAIS**

VITÓRIA-ES

2024

AUDICÉIA LIMA SILVA ANDRADE

**EFEITO DAS PRÁTICAS ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE)
NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE PAÍSES COM DIFERENTES AMBIENTES
INSTITUCIONAIS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Elizeu Maria Junior

**VITÓRIA-ES
2024**

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

A553e ANDRADE, AUDICEIA LIMA SILVA, 1980-
EFEITO DAS PRÁTICAS ESG (ENVIRONMENTAL,
SOCIAL E GOVERNANCE) NO DESEMPENHO
FINANCEIRO DAS EMPRESAS: : UMA ANÁLISE
COMPARATIVA ENTRE PAÍSES COM DIFERENTES
AMBIENTES INSTITUCIONAIS / AUDICEIA LIMA SILVA
ANDRADE. - 2024.
55 p. : il.

Orientador: ELIZEU MARIA JUNIOR.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Governança Corporativa. 2. Contabilidade Social. 3.
Responsabilidade Ambiental. I. MARIA JUNIOR, ELIZEU. II.
Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

AUDICEIA LIMA SILVA ANDRADE

O IMPACTO DAS PRÁTICAS ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE) NO DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE PAÍSES COM DIFERENTES AMBIENTES INSTITUCIONAIS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, 30 de julho de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

Documento assinado digitalmente



ELIZEU MARIA JUNIOR
Data: 30/08/2024 09:20:45-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Elizeu Maria Junior
Presidente da Banca
Universidade Federal do Espírito Santo

Documento assinado digitalmente



DONIZETE REINA
Data: 30/08/2024 09:57:57-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Donizete Reina
Universidade Federal do Espírito Santo

Documento assinado digitalmente



LAYON CARLOS CEZAR
Data: 06/09/2024 14:44:12-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Layon Carlos Cezar
Universidade Federal de Viçosa

Dedico este trabalho a minha filha, que é
minha inspiração, minha força e meu motivo
para seguir em frente.

AGRADECIMENTOS

Quero expressar minha profunda gratidão a todos que estiveram ao meu lado durante essa jornada. Cada um de vocês desempenhou um papel fundamental e sou imensamente grata.

A Deus, pelo dom da vida, pela força nos momentos difíceis e pela inspiração constante.

Aos meus pais, agradeço por terem me proporcionado uma educação intencional baseada nos princípios cristãos. Suas orientações moldaram minha trajetória e me fizeram crescer como pessoa e profissional.

Ao meu esposo, Júlio, sua paciência, incentivo e apoio foram essenciais. Nos momentos de cansaço e desafios, você esteve ao meu lado, motivando-me a seguir em frente.

Minha querida filha, Júlia, por compreender minha ausência nos momentos de dedicação ao mestrado. Sua compreensão e amor me fortaleceram. Você é minha maior inspiração.

Meu orientador, prof. Dr. Elizeu Maria Junior, sua orientação, conhecimento e apoio foram fundamentais para o sucesso deste trabalho. Suas contribuições foram inestimáveis.

A todos os amigos, familiares, colegas e professores que de alguma forma contribuíram para esta conquista, meu sincero agradecimento. Que este mestrado seja apenas o começo de uma jornada de aprendizado contínuo e realizações.

“O próprio Senhor irá à sua frente e estará com você; ele nunca o deixará, nunca o abandonará. Não tenha medo! Não se desanime!” - Deuteronômio 31:8.

RESUMO

As divulgações ESG (*Environmental, Social e Governance*) das empresas aumentaram substancialmente para atender às demandas das partes interessadas e criar mais responsabilidade para as empresas. Entretanto, observa-se que o nível de engajamento das empresas em práticas ESG pode variar de acordo com o ambiente institucional em que estão inseridas, podendo influenciar o seu desempenho financeiro. Esta pesquisa objetivou comparar os efeitos do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas localizadas em mercados desenvolvidos e emergentes e entre setores sensíveis e não sensíveis ambientalmente. Realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa. A amostra compreendeu 4.754 empresas situadas em 45 países desenvolvidos e emergentes. Os resultados indicaram que o ambiente institucional dos países modula a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, sugerindo que o engajamento em práticas ESG contribui para o desempenho financeiro das empresas sensíveis situadas em países emergentes. Ao apresentar o ambiente institucional como fator relevante no contexto analisado, esta pesquisa contribui para a literatura que aborda a relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro. Os achados evidenciam a importância de as empresas adotarem práticas ambientais, sociais e de governança com o objetivo de atender aos anseios das partes interessadas, especialmente nos países com baixa qualidade institucional.

Palavras-chave: Desempenho ESG; Teoria Institucional; Empresas de Mercados Desenvolvidos e Emergentes; Empresas Ambientalmente Sensíveis

ABSTRACT

Companies' ESG (Environmental, Social, and Governance) disclosures have increased to meet stakeholder demands and create more accountability for companies. However, it is observed that the level of engagement of companies in ESG practices can vary according to the institutional environment in which they are inserted and can influence their financial performance. This research aimed to compare the effects of ESG performance on the financial performance of companies located in developed and emerging markets and between environmentally sensitive and non-sensitive sectors. A descriptive, documental and quantitative research was conducted. The sample comprised 4,754 companies located in 45 developed and emerging countries. The results indicated that the institutional environment of the countries modulates the relationship between ESG performance and financial performance, suggesting that engagement in ESG practices contributes to the financial performance of sensitive companies located in emerging countries. By presenting the institutional environment as a relevant factor in the analyzed context, this research contributes to the literature that addresses the relationship between ESG performance and financial performance. The findings highlight the importance of companies adopting environmental, social, and governance practices to meet the concerns of stakeholders, especially in countries with low institutional quality.

Keywords: ESG performance; institutional theory; developed and emerging market firms; environmentally sensitive firms.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Figura 1 Mapa dos Países por Mercado | 27 |
|--|----|

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 – Países e Empresas por Continente | 26 |
| Tabela 2 – Países e Empresas por Mercados | 27 |
| Tabela 3 – Empresas por Setor | 28 |
| Tabela 5 – Correlação entre as variáveis dependentes e independentes..... | 33 |
| Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis para cada mercado..... | 34 |
| Tabela 7 – Resultados dos modelos ROA para todas as empresas..... | 37 |
| Tabela 8 – Resultados dos modelos TOBIN Q para todas as empresas | 38 |
| Tabela 9 – Resultados dos modelos ROA para empresas sensíveis | 38 |
| ambientalmente localizadas em mercados emergentes | 38 |
| Tabela 10 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas sensíveis | 39 |
| ambientalmente localizadas em mercados emergentes | 39 |
| Tabela 11 – Resultados dos modelos ROA para empresas não sensíveis | 40 |
| ambientalmente localizadas em mercados emergentes | 40 |
| Tabela 12 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas não sensíveis..... | 41 |
| ambientalmente localizadas em mercados emergentes | 41 |
| Tabela 13 – Resultados dos modelos ROA para empresas sensíveis | 42 |
| ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos..... | 42 |
| Tabela 14 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas sensíveis | 43 |
| ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos..... | 43 |
| Tabela 15 – Resultados dos modelos ROA para empresas não sensíveis | 43 |
| ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos..... | 43 |
| Tabela 16 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas não sensíveis..... | 44 |
| ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos..... | 44 |
| Tabela 17 – Resumo dos resultados | 45 |

SUMÁRIO

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 12 |
| 2 | REVISÃO DE LITERATURA | 15 |
| 2.1 | TEORIA INSTITUCIONAL | 15 |
| 2.2 | RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E DESEMPENHO EM ES | 16 |
| 2.3 | DESEMPENHO ESG E O ISOMORFISMO INSTITUCIONAL..... | 17 |
| 2.4 | DESEMPENHO ESG EM DIFERENTES PAÍSES E REGIÕES..... | 19 |
| 2.5 | DESEMPENHO ESG EM SETORES AMBIENTALMENTE SENSÍVEIS..... | 22 |
| 3 | METODOLOGIA | 25 |
| 3.1 | AMOSTRA E COLETA DE DADOS | 26 |
| 3.2 | VARIÁVEIS DEPENDENTES | 28 |
| 3.3 | VARIÁVEIS INDEPENDENTES | 29 |
| 3.4 | VARIÁVEIS DE CONTROLE..... | 29 |
| 3.5 | PROCEDIMENTO DE ESTIMATIVA..... | 30 |
| 4 | APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS | 33 |
| 4.1 | ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E CORRELAÇÕES..... | 33 |
| 4.2 | ANÁLISE DE RESULTADOS | 35 |
| 5 | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 47 |
| 6 | REFERÊNCIAS | 49 |

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento sustentável é um tema universal que tem influenciado o comportamento das empresas em todo o mundo. As organizações internacionais e os países têm se mobilizado para apresentar planos de ação ESG (*Environmental, Social e Governance*) com o objetivo de construir uma estrutura abrangente e sustentável de desenvolvimento da sociedade em suas diferentes dimensões (Azam et al., 2021; Friede et al., 2015; Li et al., 2021). Neste contexto, o envolvimento das empresas com as práticas ESG tem recebido uma atenção notável por parte de acadêmicos e profissionais, tendo em vista que a adoção das melhores práticas ambientais, sociais e de governança é relevante para alinhar os interesses, não somente de acionistas e gestores, mas de todas as partes interessadas, com vistas a obtenção de melhoria constante no desempenho financeiro e operacional de forma sustentável (Degenhart et al., 2021; Gillan et al., 2021; Wan et al., 2023; Zhan, 2023).

No entanto, o desempenho ESG das empresas pode variar de acordo com a presença ou não de instituições que cobram um comportamento socialmente responsável das empresas. Desta forma, o nível de engajamento das empresas em práticas ESG pode estar associado à variação do ambiente institucional em diferentes países (Ahmad et al., 2024; Arouri & Pijourlet, 2017; Campbell, 2007; Pinheiro, dos Santos, et al., 2023).

Considerando que a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro pode ser modelada pelo ambiente institucional em que as empresas estão inseridas (DasGupta & Roy, 2023; Naeem et al., 2022; Zhu & Wang, 2024), este trabalho tem como objetivo geral comparar os efeitos do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas localizadas em mercados desenvolvidos e emergentes e entre setores sensíveis e não sensíveis ambientalmente.

Como objetivos específicos pretende-se: i) identificar o efeito do desempenho ESG no desempenho financeiro dos mercados desenvolvidos; ii) identificar o efeito do desempenho ESG no desempenho financeiro dos mercados emergentes; iii) identificar o efeito do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas sensíveis ambientalmente e; iv) identificar o efeito do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas não sensíveis ambientalmente.

Para alcançar esse objetivo, estabeleceu-se a seguinte questão de pesquisa: **qual o efeito do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas considerando as diferenças no ambiente institucional entre países desenvolvidos e emergentes?** A realização desta pesquisa se justifica, pois considera comparar a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas situadas em ambientes institucionais distintos,

considerando o nível de desenvolvimento institucional e econômico dos países emergentes e desenvolvidos.

Tendo em vista que o conceito de ESG está em estágios iniciais nos mercados emergentes (Kalia & Aggarwal, 2023), as pesquisas sobre desempenho ESG tem sido tradicionalmente focadas em economias desenvolvidas (DasGupta & Roy, 2023; Landi & Sciarelli, 2019; Rahi et al., 2023), indicando uma lacuna de pesquisa capaz de explicar os possíveis efeitos mediadores das diferenças sociais, políticas, legais e culturais dos países desenvolvidos e emergentes na relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas situadas em diferentes mercados.

A pesquisa torna-se relevante ao considerar a criação das primeiras normas para evidenciação financeira de sustentabilidade (*disclosure of sustainability-related financial information*) e evidenciação relacionada ao clima (*climate-related disclosures*), propostas pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB), que define a adoção compulsória de relatórios de sustentabilidade por empresas de capital aberto no setor privado (Azevedo et al., 2024)

Seguindo a proposição do problema de pesquisa, este trabalho adota a abordagem da Teoria Institucional como referencial teórico para analisar o efeito do desempenho ESG no desempenho financeiro das empresas. A Teoria Institucional examina como a estrutura social de normas e valores oriundos do Estado, da sociedade e dos mercados influenciam as escolhas das firmas e justificam a homogeneidade entre as organizações (Finazzi Santos & Porto, 2013). Assim, sob a influência da Teoria Institucional, a pesquisa propõe explicar como o envolvimento das empresas em melhores práticas ambientais, sociais e de governança afetam o seu desempenho financeiro.

O estudo considera que há uma diferença entre os países desenvolvidos e países emergentes quanto à legislação ambiental, pressão social e exigência dos investidores para que as empresas adotem boas práticas ESG. Neste sentido, o ambiente institucional pode atuar como um fator moderador ou mediador na relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas, dependendo do nível de coerção, mimetismo e normatização que as empresas sofrem em cada país (Al-Mamun & Seamer, 2022; DiMaggio & Powell, 2005). Portanto, espera-se que o desempenho ESG tenha um efeito distinto no desempenho financeiro das empresas de acordo com o grau de desenvolvimento institucional e econômico dos países em que elas operam.

Este estudo contribui com a literatura ao apontar que o engajamento em práticas ESG pode refletir positivamente no desempenho financeiro e no valor de mercado das empresas.

Agindo de forma sustentável, as empresas podem aprimorar o relacionamento com as partes interessadas, sendo essencial para melhorar a reputação e o seu valor de mercado.

Na prática, o conhecimento gerado por este estudo oferece informações para gestores, reguladores e investidores. Para gestores, atender aos requisitos ambientais, sociais e institucionais, bem como aos diferentes requisitos das partes interessadas, resulta na criação de valor para as empresas. Para reguladores e investidores, neste ambiente corporativo volátil, as descobertas dos efeitos positivos das iniciativas ESG sobre o desempenho financeiro são benéficas para aumentar ou manter a legitimidade diante das partes interessadas. A importância dos efeitos positivos no desempenho financeiro indicou que as práticas ESG podem ser adotadas como parte da estratégia de negócios da empresa.

Além disso, esta pesquisa também contribui para a literatura sobre o ambiente institucional e seu papel nas decisões estratégicas das empresas. Ao analisar como o nível de desenvolvimento institucional e econômico dos países afeta a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas, esta pesquisa traz evidências empíricas que corroboram os argumentos da Teoria Institucional de que as empresas são influenciadas pelo contexto social e regulatório em que operam (Jahid et al., 2023; Karmani & Boussaada, 2021; Pache & Santos, 2013).

O presente trabalho possui a seguinte estrutura: na primeira seção, introduz-se o tema e expõe-se o problema de pesquisa; na segunda seção, faz-se uma revisão da literatura sobre a Teoria Institucional e o desempenho ESG, bem como se formulam as hipóteses a serem testadas; na terceira seção, descreve-se a metodologia adotada para coletar e analisar os dados; na quarta seção, apresentam-se e discutem-se os resultados obtidos; e na quinta seção, conclui-se o trabalho com as principais contribuições da pesquisa.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 TEORIA INSTITUCIONAL

A Teoria Institucional busca explicar como as organizações se adaptam e se conformam ao seu ambiente institucional, que é composto por elementos formais e informais que regulam, normatizam e culturalizam o comportamento organizacional (Scott, 2008). Esses elementos podem ser provenientes de diferentes fontes, como leis, regras, costumes, valores ou crenças, que exercem pressões sobre as organizações para que elas se alinhem às expectativas e demandas do seu campo organizacional. Dessa forma, a Teoria Institucional considera que as organizações não são apenas entidades racionais que buscam a eficiência e a maximização dos recursos, mas também são influenciadas por fatores sociais, políticos e culturais que moldam as suas estratégias e práticas. Assim, ao longo do tempo, as organizações tendem a se tornar mais homogêneas entre si, pois adotam elementos institucionais que são considerados legítimos ou aceitáveis pelo seu ambiente (Al-Mamun & Seamer, 2022; DiMaggio & Powell, 2005).

Uma forma de entender a dinâmica institucional é por meio do conceito de isomorfismo, que se refere ao processo pelo qual as organizações se tornam semelhantes entre si ao incorporarem elementos institucionais coerentes com o seu campo organizacional (DiMaggio & Powell, 2005). O isomorfismo pode ser classificado em três tipos: coercitivo, normativo e mimético. O isomorfismo coercitivo ocorre quando as organizações são forçadas a se adequar às expectativas de atores externos, como reguladores, clientes ou investidores. O isomorfismo normativo surge da adesão voluntária a normas profissionais ou éticas que são compartilhadas pelas organizações do mesmo setor ou atividade. O isomorfismo mimético resulta da imitação de práticas bem-sucedidas ou legitimadas por organizações consideradas como referência ou líderes de mercado (Scott, 2008).

Cada tipo de isomorfismo pode ter um impacto diferente nas práticas de Responsabilidade Social Corporativa e a força de cada um desses mecanismos dependerá do contexto cultural em análise. Geralmente, nos países desenvolvidos há mais consciência por parte da população. Nos demais, as normas legais são mais eficazes em se tratando de estabelecimento de padrões e criação de estruturas funcionais (Oliveira et al., 2013).

Dessa forma, a sobrevivência de uma organização exige que ela esteja em conformidade com as normas sociais de práticas aceitáveis, a fim de atingir elevados níveis de eficiência e eficácia da produção. Desse ponto de vista, uma maior legitimidade social pode ser alcançada através de uma maior conformidade com as normas sociais (Katsikas et al., 2017).

2.2 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E DESEMPENHO EM ESG

A Responsabilidade Social Corporativa (RSC) está relacionada com as atividades e responsabilidades da empresa em relação às partes interessadas (Battisti et al., 2023). É vista como uma obrigação das empresas em adotar estratégias, tomar decisões e seguir linhas de ação que criem valor para as partes interessadas (Kraus et al., 2020).

A RSC tem sido entendida como políticas e práticas que os empresários empregam para garantir que a sociedade, ou as partes interessadas, que não sejam os proprietários de empresas, sejam consideradas e protegidas em suas estratégias e operações. De acordo com a pirâmide de RSC de Carrol, a RSC abrange um conjunto de quatro responsabilidades das empresas para com a sociedade da qual faz parte: econômicas, legais, éticas e filantrópicas (Carroll, 2016). A adoção voluntária de práticas socialmente responsáveis, considerando os aspectos financeiros, legais, éticos e filantrópicos, exige que as empresas não apenas projetem e desenvolvam produtos sustentáveis, mas também alterem os processos operacionais existentes com o objetivo de atender às demandas das partes interessadas por maior responsabilidade social, resultando em um maior valor para essas empresas (Ashraf et al., 2022).

Como atividades que vão além do simples objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas, focando na sustentabilidade econômica e ambiental, a RSC envolve a divulgação de informações sobre as ações sociais das empresas, incluindo proteção trabalhista, proteção ambiental, segurança na produção, bem-estar dos funcionários e relações sociais (Xi et al., 2023). A RSC é vista como uma forma de integrar o desenvolvimento econômico, a proteção ambiental e a justiça social, promovendo assim uma maneira viável de lidar com desafios como pandemias, mudanças climáticas e recessão econômica (Wan et al., 2023).

O conceito de fatores ESG (*Environmental, Social e Governance*) tem suas raízes na consciência da responsabilidade social corporativa (Chen et al., 2023). A partir do momento em que o público se tornou mais consciente da deterioração ambiental, os investidores começaram a considerar fatores ambientais em seus investimentos (Wan et al., 2023). As preocupações ESG são levadas em conta ao medir o desempenho ESG (Shakil, 2021).

A pontuação ESG de uma empresa revela se ela tem consciência ecológica e social. A redução da assimetria de informações e da volatilidade do mercado é demonstrada pelo forte desempenho ESG da empresa, o que também demonstra a responsabilidade social e ambiental da empresa. Devido aos seus esforços para diminuir os danos ambientais, as empresas com alto ESG são menos vulneráveis ao risco de litígio. Os aspectos das práticas ESG, considerados

como indicadores para a pontuação ESG, são frequentemente operacionalizados e usados para avaliar o desempenho social corporativo de uma empresa (Chen et al., 2023; Zhan, 2023).

2.3 DESEMPENHO ESG E O ISOMORFISMO INSTITUCIONAL

O isomorfismo institucional é definido como um processo pelo qual as empresas em um ambiente macro se adaptam para se assemelhar mais umas às outras (DiMaggio & Powell, 2005; Todaro et al., 2020). Isso ocorre devido à influência do ambiente institucional macro, que molda os valores, preferências e ações das empresas, bem como seu comportamento racional em direção a estratégias sustentáveis (Anlesinya et al., 2023). O isomorfismo institucional é descrito como uma resposta às pressões para obter legitimidade e conformidade com as expectativas dos stakeholders, levando a um desempenho sustentável mais elevado (Al-Mamun & Seamer, 2022; Rahi et al., 2023). Isomorfismo institucional é, portanto, um conceito-chave na Teoria Institucional, destacando como as características institucionais de um país moldam e adaptam os desafios organizacionais ao longo do tempo (Pinheiro, dos Santos, et al., 2023).

Em um ambiente institucional macro, quando a alta incerteza e os recursos escassos ameaçam a legitimidade organizacional, as organizações tendem a se conformar às pressões institucionais para restaurar sua legitimidade e obter recursos e apoio para sua continuidade e sustentabilidade (Al-Mamun & Seamer, 2022; Campbell, 2007; Matten & Moon, 2008). Neste contexto, o isomorfismo coercitivo tende a aumentar o nível de conformidade das organizações com os requisitos legais e regulatórios relacionados às questões ambientais, sociais e de governança (Anlesinya et al., 2023).

O isomorfismo normativo pode contribuir para a formação de uma identidade coletiva e um senso de responsabilidade social entre as organizações, que podem se engajar em ações coletivas ou iniciativas colaborativas para a promoção da sustentabilidade em seu campo (Hoffman, 1999). Além disso, o isomorfismo normativo pode estimular o desempenho ESG das organizações ao promover a difusão de boas práticas e conhecimentos entre os profissionais e as organizações do mesmo campo. Também inclui a pressão para aderir a padrões profissionais e, da mesma forma, inclui fatores como características da alta administração, sua sustentabilidade e orientação e valores éticos (Amran & Haniffa, 2011; Anlesinya et al., 2023; DiMaggio & Powell, 2005).

O isomorfismo mimético descreve a situação pela qual uma organização avalia ou imita os comportamentos e práticas que outros adotaram para operar com sucesso em um determinado ambiente institucional, especialmente em tempos de incerteza (Anlesinya et al., 2023). O

isomorfismo mimético pode ter um impacto ambíguo no desempenho ESG das organizações. Por um lado, pode induzir as organizações a imitarem práticas ESG superficiais ou modistas, que não geram benefícios reais para a sociedade ou o meio ambiente (Bansal & Roth, 2000). Por outro lado, o isomorfismo mimético pode incentivar as organizações a adotarem práticas ESG inovadoras ou diferenciadas, que lhes conferem uma vantagem competitiva ou reputacional em relação aos seus concorrentes (Darnall et al., 2010).

É possível perceber que os diferentes tipos de isomorfismo institucional podem ter efeitos distintos no desempenho ESG das organizações, dependendo das motivações, dos mecanismos e dos resultados envolvidos em cada processo de adaptação ou conformação institucional. Assim, é importante compreender como as organizações respondem às pressões e oportunidades institucionais, e como elas incorporam os elementos ESG em sua estrutura e cultura organizacional em diferentes ambientes institucionais macro (Al-Mamun & Seamer, 2022; Pinheiro, dos Santos, et al., 2023).

As empresas situadas em países com diferenças institucionais sofrem diferentes pressões em relação ao seu desempenho ESG, resultando em diferentes arranjos organizacionais (Pinheiro, et al., 2023). De outro modo, as organizações que operam em contextos sociais semelhantes e enfrentam o mesmo conjunto de condições ou impactos ambientais tendem a adotar características e normas comportamentais semelhantes (Al-Mamun & Seamer, 2022; Daddi et al., 2016; Todaro et al., 2020).

A qualidade institucional dos países desenvolvidos e emergentes, resultado das diferentes experiências sociais, políticas e econômicas nas respectivas jurisdições políticas e geográficas, produz diferentes comportamentos estratégicos aos quais as empresas devem se adequar para serem consideradas legítimas (Al-Mamun & Seamer, 2022). Como resposta às diferentes pressões das partes interessadas, as empresas adotam políticas favoráveis ao meio ambiente, contribuem para combater os males sociais e aderem às melhores práticas internacionais de governança corporativa, contribuindo para uma boa reputação, aumentando a confiança dos clientes e investidores e melhorando o desempenho financeiro (Ahmad et al., 2024).

Além de afetar diretamente o desempenho ESG das empresas, o contexto institucional dos países também pode moderar a associação entre desempenho ESG e valor corporativo (Bilyay-Erdogan, 2022; El Ghouli et al., 2017; Naeem et al., 2022). O estudo realizado por Kalia & Aggarwal (2023) analisou 468 empresas do setor de saúde e concluiu que a natureza da economia (mercados desenvolvidos versus emergentes) e o contexto do país afetam a relação entre o desempenho ESG e o desempenho das empresas, indicando que a realização de

atividades ESG tem efeito positivo no desempenho financeiro das empresas nas economias desenvolvidas e efeito negativo ou insignificante no caso das economias em desenvolvimento.

Ao examinar o impacto do desempenho ESG das empresas em seu desempenho financeiro em 13 economias emergentes, Ahmad et al. (2024) encontraram um efeito de moderação significativo da qualidade institucional na relação entre as variáveis, indicando que nos mercados emergentes as instituições de alta qualidade com regras de negócios bem definidas, menos corrupção e melhor aplicação de políticas consistentes exercem pressão sobre as organizações empresariais, moldando o comportamento das empresas em direção a iniciativas ESG para obterem vantagem competitiva e legitimarem suas ações e existência (Rahi et al., 2023).

2.4 DESEMPENHO ESG EM DIFERENTES PAÍSES E REGIÕES

Uma questão que se coloca é se o desempenho ESG das organizações varia de acordo com o grau de desenvolvimento dos mercados em que elas operam. Será que as empresas localizadas em mercados desenvolvidos, que geralmente têm instituições mais fortes e estáveis, apresentam um melhor desempenho ESG do que as empresas localizadas em mercados emergentes, que muitas vezes enfrentam problemas de instabilidade política, corrupção, ineficiência e informalidade? Ou será que as empresas em mercados emergentes, que estão expostas a maiores desafios sociais e ambientais, têm mais incentivos para adotar práticas ESG que gerem impacto positivo em suas comunidades e ecossistemas? A resposta a essas questões não é simples nem unívoca, pois envolve uma série de fatores que podem influenciar o desempenho ESG das organizações em diferentes contextos.

Baseado nessa perspectiva, pode-se pressupor que as empresas em países desenvolvidos, que apresentam melhores indicadores políticos e econômicos, tendem a ter um maior desempenho ESG do que as empresas em países emergentes, que apresentam maiores desafios nesses aspectos (Naeem et al., 2022). Por outro lado, pode-se argumentar que as empresas em países emergentes, diante das lacunas institucionais e dos problemas socioambientais, têm mais oportunidades de inovar e se diferenciar por meio de práticas ESG que gerem valor compartilhado para seus stakeholders (El Ghouli et al., 2017; Espinosa-Méndez et al., 2024). Nesse sentido, as empresas em países emergentes podem estar mais motivadas a adotar práticas ESG como uma forma de reduzir seus riscos, aumentar sua eficiência, melhorar sua reputação e fortalecer seus vínculos com a sociedade (Al-Mamun & Seamer, 2022; Pinheiro, dos Santos, et al., 2023).

A capacidade dos países de promover o crescimento econômico e social é chamada de qualidade institucional e desempenha um papel fundamental na abordagem de questões ambientais, socioeconômicas e de governança (Arminen et al., 2018). Isso se deve à pressão regulatória das instituições nacionais sobre as empresas para implementar práticas socialmente responsáveis. A estrutura institucional estabelece recompensas e penalidades, molda o comportamento corporativo e articula ações coletivas, que influenciam o desempenho ESG (Rahi et al., 2023).

A qualidade institucional de um país é definida como um conjunto de fatores que moldam o comportamento corporativo e articulam ações coletivas, influenciando o desempenho corporativo sustentável (Rahi et al., 2023). A qualidade institucional inclui aspectos como estabilidade política, eficácia governamental, qualidade regulatória, estado de direito e controle da corrupção (Al-Mamun & Seamer, 2022). Esses fatores estabelecem recompensas e penalidades e são fundamentais para garantir a confiança e a aderência às regras da sociedade, particularmente na qualidade da aplicação de contratos, direitos de propriedade, polícia, tribunais e a probabilidade de crime e violência (Azam et al., 2021; Rahi et al., 2023).

Uma forte qualidade institucional está associada a um melhor desempenho econômico, ambiental, social e de governança (Rahi et al., 2023). Um alto nível de pressão institucional reduz a probabilidade de escândalos corporativos e leva a práticas empresariais mais éticas. Portanto, quanto mais forte a qualidade institucional, melhor o desempenho ESG, pois as empresas estão enraizadas em um amplo conjunto de ambientes políticos e econômicos que moldam seu comportamento (Dorfleitner et al., 2022; Rahi et al., 2023; Tuzek et al., 2018). Por outro lado, se houver falhas na qualidade institucional, as corporações podem ignorar externalidades negativas, resultando em menor desempenho ESG (Pinheiro, dos Santos, et al., 2023).

O contexto institucional é especialmente significativo no seu papel de influenciar a formalização das pressões institucionais dos países (Kölbel & Busch, 2021). Além de afetar diretamente o desempenho ESG das empresas, o contexto institucional dos países também pode moderar a associação entre desempenho ESG e valor corporativo (Bilyay-Erdogan, 2022; El Ghoul et al., 2017; Naeem et al., 2022).

Considerando que as autoridades reguladoras mundiais estão incentivando as empresas a implementarem práticas relacionadas à sustentabilidade (Naeem et al., 2022), as organizações se esforçarão para melhorar ou manter um certo nível de desempenho para evitar as consequências negativas de uma classificação ruim e obter ou manter os benefícios de uma boa classificação (Lewis & Carlos, 2022).

A maior parte da literatura atual sobre o tema ESG foca em países desenvolvidos, como Europa e Estados Unidos (Li et al., 2021). Porém, visto que o desenvolvimento sustentável é uma questão global e tem afetado a atuação das empresas em todo o mundo (Li & Jia, 2022), este trabalho busca comparar o desempenho ESG das empresas localizadas em países desenvolvidos com as localizadas em países emergentes.

Quanto mais países promovem a divulgação obrigatória de sustentabilidade mais as empresas reagem positivamente no engajamento das práticas de RSC, melhorando o seu desempenho em sustentabilidade, que é um componente importante das práticas ESG (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Considerando que este efeito positivo é mais acentuado em países que têm um nível mais elevado de Estado de Direito, isto é, países que são mais eficazes na implementação e aplicação das leis, é possível sugerir que o impacto da divulgação obrigatória de sustentabilidade pode ser sensível às características específicas de cada país (Li & Jia, 2022).

As agências de classificação ESG obtêm uma quantidade considerável dos seus dados a partir dos relatórios de sustentabilidade das próprias empresas (Kölbel & Busch, 2021), o que significa que as práticas RSC que são consistentemente comunicadas são suscetíveis de fazer parte da pontuação ESG. Ao criar um padrão de desempenho ESG que reflita as normas e expectativas da sociedade, as agências de classificação ESG especificam quais práticas ambientais, sociais e de governança são consideradas legítimas (Bilyay-Erdogan, 2022; Kölbel & Busch, 2021).

Assim, as empresas que apresentam um bom desempenho em relação a esse padrão ESG são legítimas porque estão em conformidade com as normas e expectativas da sociedade. Uma pontuação alta sinaliza que as práticas ESG de uma empresa são consideradas legítimas por seus funcionários, clientes e investidores, bem como por reguladores, ONGs e sociedade em geral (Bilyay-Erdogan, 2022; Garcia et al., 2017; Kölbel & Busch, 2021).

Nesta pesquisa buscou-se determinar se a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas difere entre países desenvolvidos e emergentes, conforme hipóteses a seguir:

Hipótese 1A. O Desempenho ESG de empresas situadas nos mercados dos países desenvolvidos afeta sua lucratividade.

Hipótese 1B. O Desempenho ESG de empresas situadas nos mercados dos países desenvolvidos afeta sua avaliação de mercado.

Hipótese 1C. O Desempenho ESG de empresas situadas nos mercados dos países emergentes afeta sua lucratividade.

Hipótese 1D. O Desempenho ESG de empresas situadas nos mercados dos países emergentes afeta sua avaliação de mercado.

2.5 DESEMPENHO ESG EM SETORES AMBIENTALMENTE SENSÍVEIS

Assim como há diferença no desempenho ESG das empresas localizadas em diferentes mercados é possível perceber que empresas de diferentes setores apresentam desempenho ESG distintos (Naeem et al., 2022). De acordo com a Teoria Institucional, as práticas ESG são influenciadas por pressões institucionais, como regulamentações e expectativas sociais, que variam entre setores (Wan et al., 2023). É possível notar o isomorfismo normativo entre setores quando as normas profissionais e padrões de indústria moldam as práticas ESG, resultando em variações de desempenho entre setores. Bem como, o isomorfismo mimético quando empresas em setores específicos tendem a imitar as práticas ESG de líderes do setor para manter competitividade e legitimidade (Bofinger et al., 2022).

Setores diferentes têm normas e regulamentações específicas que influenciam suas práticas ESG. Por exemplo, setores com regulamentações ambientais mais rigorosas tendem a ter melhores desempenhos ambientais (Bofinger et al., 2022; Wan et al., 2023). As empresas mais expostas socialmente (por exemplo, grandes, rentáveis e de alto perfil) se preocupam mais com as questões sociais e ambientais, pois sofrem mais pressão dos meios de comunicação social, ONG e reguladores (Ali et al., 2017; Wan et al., 2023).

Setores mais sensíveis ao meio ambiente enfrentam regulamentações mais rigorosas e tendem a ter desempenhos ESG mais altos devido à maior pressão regulatória e necessidade de gestão ambiental (Chen et al., 2023). Um setor é considerado ambientalmente sensível quando suas atividades geram impactos significativos sobre o meio ambiente, como emissão de poluentes, consumo de recursos naturais, geração de resíduos, alteração de ecossistemas, entre outros (Naeem et al., 2022). Alguns exemplos de setores ambientalmente sensíveis são: energia, mineração, petróleo e gás, siderurgia, papel e celulose, química, transporte, construção civil e agropecuária (Garcia et al., 2017; Iazzolino et al., 2023; Mohd-Sabrun & Muhamad, 2023).

As empresas de setores ambientalmente sensíveis tendem a ter um melhor desempenho ESG do que as empresas de setores não sensíveis ambientalmente (Li & Jia, 2022). Isso se deve, em parte, à pressão regulatória e social que essas empresas enfrentam, que as estimulam a adotar práticas mais responsáveis e transparentes. Além disso, as empresas de setores ambientalmente sensíveis podem obter vantagens competitivas ao melhorar seu desempenho ESG, como

redução de custos, inovação, fidelização de clientes, reputação e acesso a capital (Garcia et al., 2017; Mohd-Sabrun & Muhamad, 2023; Naeem et al., 2022).

Quando há programas governamentais que exigem a divulgação de informações sobre riscos, as empresas de setores regulados tendem a mudar suas práticas organizacionais para atender aos padrões de risco aceitáveis e influenciar o comportamento dos seus stakeholders (Chen et al., 2018; Li & Jia, 2022). Por exemplo, ao terem que revelar aos clientes informações sobre infrações regulatórias e níveis de contaminantes, muitas concessionárias melhoram sua conformidade regulatória. Além disso, esses programas estimulam as empresas a melhorarem o desempenho ambiental (Chatterji & Toffel, 2010).

Este fenômeno também é observado em relação à classificação ESG, ou seja, as informações fornecidas por agências de rating independentes e não governamentais, podem também incentivar a gestão a melhorar as práticas e o desempenho ESG (Bilyay-Erdogan, 2022; Kölbel & Busch, 2021). Ademais, os investidores podem entender que as empresas com classificações ambientais baixas enfrentam maiores riscos de interrupções de negócios e custos jurídicos, na medida em que classificações baixas podem afetar as relações com reguladores e comunidades locais. Todos esses fatores podem levar as empresas a temerem que classificações ambientais baixas possam reduzir seu valor de mercado de ações (Chatterji & Toffel, 2010; Kölbel & Busch, 2021). Empresas com classificações baixas, além de ficarem na mira dos ativistas ambientais, estão mais sujeitas a receber cobertura negativa da imprensa, prejudicando a reputação geral das empresas (Dorfleitner et al., 2022).

De acordo com Deegan & Gordon (1996), as empresas de setores com alto impacto ambiental (ou seja, com maior escrutínio dos grupos ambientalistas) têm mais motivos para divulgar informações ambientais. As práticas ESG são especialmente importantes para as empresas de setores que afetam o meio ambiente, pois elas estão mais expostas à pressão dos grupos ambientalistas e às normas ambientais (Cho & Patten, 2007). A maior participação ESG das empresas de setores com alto impacto ambiental em relação às demais pode ser entendida pela lógica institucional, que sugere que essas empresas buscam mudar ou influenciar as percepções sobre os efeitos ambientais do seu setor, ou tentam se destacar positivamente das outras empresas do mesmo setor com alto impacto ambiental (Chen et al., 2018; Li & Jia, 2022).

Empresas ambientalmente sensíveis podem se beneficiar de práticas ESG, pois ao divulgarem as questões ambientais, sociais e de governança, elas ganham credibilidade no mercado e legitimidade perante os seus stakeholders. Isso pode aumentar a confiança dos investidores na sustentabilidade dessas empresas e atrair mais investimentos, melhorando o

desempenho financeiro das corporações que operam em setores ambientalmente sensíveis (Iazzolino et al., 2023).

Assim, para examinar o efeito das práticas ESG das empresas ambientalmente sensíveis em seu desempenho financeiro e compará-lo com as empresas de setores não sensíveis ambientalmente, este estudo procura determinar estatisticamente se o desempenho ESG de empresas ambientalmente sensíveis e de empresas não sensíveis ambientalmente afeta positiva ou negativamente a sua lucratividade e avaliação de mercado, conforme relacionado na hipótese abaixo:

Hipótese 2A. O Desempenho ESG de empresas de setores ambientalmente sensíveis afeta sua lucratividade.

Hipótese 2B. O Desempenho ESG de empresas de setores ambientalmente sensíveis afeta sua avaliação de mercado.

Hipótese 2C. O Desempenho ESG de empresas de setores não sensíveis ambientalmente afeta sua lucratividade.

Hipótese 2D. O Desempenho ESG de empresas de setores não sensíveis ambientalmente afeta sua avaliação de mercado.

3 METODOLOGIA

Em relação aos objetivos, o estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, pois seu objetivo é analisar o impacto do ambiente institucional na relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas situadas em diferentes mercados. Segundo Andrade (2012, p. 112), na pesquisa descritiva “os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles”.

No que tange aos procedimentos técnicos este estudo classifica-se como documental. Conforme Marconi & Lakatos (2021, p. 66), “a característica da pesquisa documental é que a fonte da coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias”. Deste modo, o procedimento para a coleta dos dados constituiu-se de pesquisa documental, pois foi utilizado o banco de dados Refinitiv® para coletar as informações advindas das demonstrações financeiras das empresas. Inclusive, as variáveis referentes ao desempenho ESG (ambiental, social e de governança) e os países de origem das empresas foram obtidas também por meio da base Refinitiv®.

Em relação a abordagem do problema, esta pesquisa é de natureza quantitativa, pois utilizou técnicas estatísticas para quantificar as informações financeiras e o desempenho ESG das empresas foco de estudo. De acordo com Pereira (2016, p. 89), na pesquisa quantitativa “tudo pode ser mensurado numericamente, ou seja, pode ser traduzido em números, opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”.

A investigação das relações propostas neste estudo foi operacionalizada por meio da técnica estatística de Regressão de Dados em Painel, com erros padrões robustos (regressão robusta) para as variáveis dependentes contínuas. Pois, a partir desta técnica, será possível identificar os resultados sobre as relações entre as variáveis propostas para o desenvolvimento do estudo. Além disso, operacionalizou-se a técnica de Regressão Logística Binomial de Dados em Painel, com padrões robustos, para as variáveis dependentes dicotômicas, que possuem categorias rotuladas em 0 e 1.

Por fim, o método de pesquisa utilizado é o dedutivo, visto que este método parte do geral para o particular. Além disso, apresenta a formulação de um problema, hipóteses de pesquisa, verifica estas hipóteses e a partir disso, obtém os resultados. Este método permite que o pesquisador obtenha e alcance conclusões formais utilizando-se a base lógica, a partir das temáticas e fenômeno investigado. Nesse sentido, esta pesquisa classifica-se como dedutiva, pois parte de todas as empresas de capital aberto em diferentes mercados e analisa as empresas

que disponibilizaram informações necessárias para a realização do estudo (Martins & Theóphilo, 2016, p. 35; Zamberlan, 2016, p. 19).

Portanto, este estudo parte de um raciocínio geral de que o ambiente institucional exerce impacto na relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro, e por meio dos resultados parte para o particular durante a realização da pesquisa, chegando a uma conclusão particular baseada na lógica e chega-se a inferências da amostra.

Em síntese, o delineamento desta pesquisa é descritivo, documental, a partir do método dedutivo e realizado com uma abordagem quantitativa dos dados.

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população do estudo é composta pelas companhias de capital aberto que possuem informações sobre as variáveis ESG na plataforma Refinitiv no período de 2019 a 2023. Nos últimos 5 anos há mais empresas com informações ESG na plataforma Refinitiv do que nos anos anteriores. Deste modo, a amostra inicial do estudo abrangeu dados anuais de 5.905 empresas que possuem informações relacionadas às variáveis ESG e variáveis financeiras em todos os anos analisados.

Com o objetivo de obter uma amostra com dados comparáveis, optou-se por considerar somente as empresas que no ano de 2023 utilizaram os padrões contábeis US-GAAP e IFRS¹. Assim, a amostra foi reduzida em 970 empresas, ficando 4.935 empresas para serem analisadas.

As 4.935 empresas estão situadas em 73 países dos 5 continentes, conforme distribuição apresentada na Tabela 1.

Tabela 1 – Países e Empresas por Continente

| CONTINENTE | PAÍSES | EMPRESAS |
|--------------|-----------|--------------|
| África | 6 | 103 |
| Américas | 13 | 2.762 |
| Ásia | 22 | 675 |
| Europa | 30 | 1.072 |
| Oceania | 2 | 323 |
| TOTAL | 73 | 4.935 |

Fonte: Elaborada pela autora.

Para a classificação dos países foi utilizada a classificação *MSCI Market Classification* que avalia os mercados de ações em todo o mundo para determinar se devem ser classificados

¹ normas e princípios de contabilidade mundialmente aceitos que determinam como os procedimentos contábeis de uma empresa devem ser realizados. Com sua aplicação, a contabilidade passa a se tornar padronizada, independentemente de onde a empresa se localiza.

como mercados desenvolvidos, emergentes, fronteiriços ou independentes. A Estrutura de Classificação de Mercado MSCI é realizada todos os anos e utiliza três critérios para avaliar os mercados: desenvolvimento econômico, requisitos de tamanho e liquidez e acessibilidade do mercado. Para este estudo, serão considerados os países classificados como desenvolvidos e emergentes na Revisão Anual de Classificação de Mercado de 2023.

Na Tabela 2, considerando que nem todos os países da amostra estão contemplados na classificação MSCI, manteve-se somente as empresas cujo país de localização da sede esteja classificado como desenvolvido ou emergente pelo MSCI *Market Classification*. A amostra final compreendeu um painel balanceado com 4.754 empresa localizadas em 45 países com dados disponíveis para os últimos 5 anos, de 2019 a 2023, totalizando 23.770 observações.

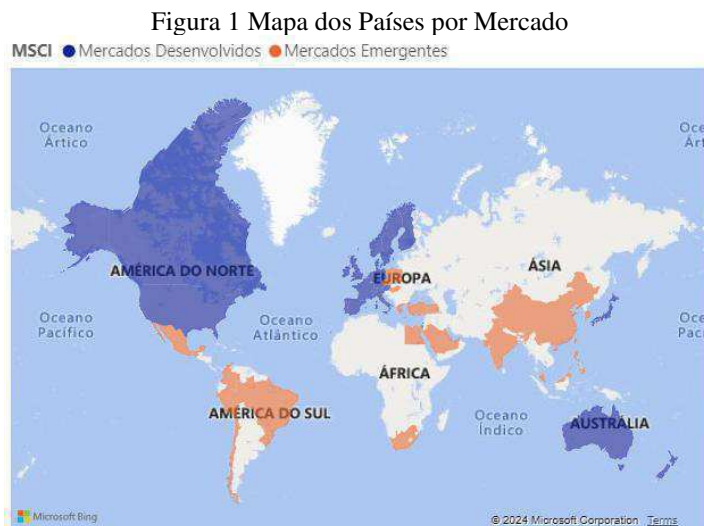
Tabela 2 – Países e Empresas por Mercados

| CONTINENTE | MERCADOS EMERGENTES | | MERCADOS DESENVOLVIDOS | | TOTAL | |
|--------------|---------------------|------------|------------------------|--------------|-----------|--------------|
| | Países | Empresas | Países | Empresas | Países | Empresas |
| África | 2 | 98 | - | - | 2 | 98 |
| Américas | 5 | 186 | 2 | 2.493 | 7 | 2.679 |
| Ásia | 11 | 444 | 4 | 209 | 15 | 653 |
| Europa | 4 | 54 | 15 | 947 | 19 | 1001 |
| Oceania | - | - | 2 | 323 | 2 | 323 |
| TOTAL | 22 | 782 | 23 | 3.972 | 45 | 4.754 |

Fonte: Elaborada pela autora.

Conforme a Tabela 2, 3.972 empresas da amostra estão localizadas em 23 países classificados como mercados desenvolvidos, contemplando 83,55% das empresas da amostra. Em contrapartida, 767 empresas estão localizadas em 22 países classificados como mercados emergentes, representando 16,45% das empresas analisadas.

A Figura 1 apresenta o mapa com a distribuição dos países em mercados desenvolvidos e emergentes.



Fonte: Elaborada pela autora.

Para a classificação dos setores utilizou-se a classificação *Thomson Reuters Business Classification* (TRBC). Tendo em vista que existem setores mais sensíveis aos fatores ESG (Pacelli et al., 2022), considera-se como setores ambientalmente sensíveis os quatro setores identificados por Iazzolino et al. (2023) como muito sensíveis aos fatores ESG: Consumo, Energia, Materiais e Tecnologia.

A Tabela 3 demonstra a quantidade de empresas em cada setor econômico, conforme classificação TRBC.

Tabela 3 – Empresas por Setor

| | MERCADOS DESENVOLVIDOS | MERCADOS EMERGENTES | TOTAL |
|---|---------------------------|------------------------|--------------|
| SETORES AMBIENTALMENTE SENSÍVEIS | 1.865 | 427 | 2.292 |
| Consumo cíclico | 561 | 85 | 646 |
| Consumo não cíclico | 231 | 87 | 318 |
| Energia | 240 | 26 | 266 |
| Materiais básicos | 344 | 97 | 441 |
| Tecnologia | 489 | 132 | 621 |
| SETORES AMBIENTALMENTE NÃO SENSÍVEIS | 2107 | 355 | 2.462 |
| Assistência médica | 480 | 32 | 512 |
| Finanças | 636 | 135 | 771 |
| Imobiliário | 292 | 35 | 327 |
| Industrial | 562 | 105 | 667 |
| Serviços acadêmicos e educacionais | 11 | 4 | 15 |
| Serviços de utilidade pública | 126 | 44 | 170 |
| Total Geral | 3.972 | 782 | 4.754 |

Fonte: Elaborada pela autora.

Os setores ambientalmente sensíveis somam 2.292 empresas e representa 48,21% das empresas da amostra. Os setores não sensíveis ambientalmente somam 2.462 empresas, sendo 51,79% do total de empresas.

3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES

Para responder à questão problema da pesquisa, foram utilizadas duas variáveis dependentes para mensurar o desempenho financeiro das empresas. Em relação ao valor contábil, proveniente dos demonstrativos financeiros publicados pelas empresas, como o balanço patrimonial, utilizou-se a variável ROA. Em relação ao valor de mercado, que no caso

de empresas com capital aberto refere-se ao preço das ações negociadas em bolsa de valores multiplicado pela quantidade de ações em circulação, utilizou-se a variável Q de Tobin.

As referidas métricas são importantes sinalizações sobre o estado presente e futuro das firmas. Métricas que combinam a visão contábil (referente ao presente da empresa) com a visão de mercado (referente ao futuro da empresa) representam as oportunidades de crescimento que o mercado vislumbra para a firma em determinado momento.

A fórmula de mensuração das variáveis e maiores informações são demonstradas na Tabela 4.

3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

As variáveis independentes utilizadas no estudo para analisar a relação entre o desempenho ESG e as medições de desempenho financeiro das empresas são as pontuações ESG fornecidas pela plataforma Eikon Refinitiv. Além da pontuação ESG geral, serão utilizadas as pontuações individuais de cada um dos pilares: ambiental (E), social (S) e governança (G).

Quanto à classificação do país de localização da sede da empresas em mercado desenvolvido ou emergentes, objetivando identificar o impacto do ambiente institucional na relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, utilizou-se uma variável *dummy*, DMERC, com o valor de 0 para as empresas localizadas em países emergentes e valor 1 para as empresas localizadas em países desenvolvidos. Assim, será possível observar como o ambiente institucional afeta a relação entre o desempenho financeiro e o desempenho de cada dimensão sustentável (ambiental, social e de governança).

Para a classificação dos setores em setores ambientalmente sensíveis e setores ambientalmente não sensíveis também se utilizou uma variável *dummy*, DSETOR, com valor 0 para as empresas de setores não sensíveis ambientalmente e valor 1 para as empresas de setores ambientalmente sensíveis.

3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle utilizadas neste estudo são o Tamanho da Empresa e a Alavancagem Financeira. O controle destas variáveis tem o objetivo de evitar avaliações enviesadas e obter o efeito real do desempenho ESG no desempenho financeiro corporativo das empresas analisadas (Naeem et al., 2022).

O Tamanho da Empresa é incluído pois empresas maiores tem mais recursos para investir em práticas ESG e seu desempenho financeiro tende a ser mais elevado (Rahi et al., 2023). O logaritmo natural dos ativos totais é a medida que representa o tamanho da empresa (Naeem et al., 2022).

A Alavancagem captura o grau de endividamento da empresa e é medida pela divisão da dívida total pelos ativos totais (El Ghouli et al., 2017; Xi et al., 2023). O maior percentual de alavancagem pode afetar o desempenho financeiro da empresa (Shakil, 2021). Empresas com alta alavancagem podem ter diferentes incentivos para reportar as suas práticas ESG buscando atrair os investidores sustentáveis e melhorar a sua performance financeira (Naeem et al., 2022).

3.5 PROCEDIMENTO DE ESTIMATIVA

Para avaliar possíveis relações entre o desempenho ESG de empresas situadas em países emergentes e desenvolvidos e o seu desempenho financeiro, considerando os setores ambientalmente sensíveis e não sensíveis, desenvolveu-se o seguinte modelo de regressão. Considerando que o desempenho ESG não afeta instantaneamente o desempenho financeiro de uma corporação, pois a variável ESG não impacta diretamente na variável contábil (Choi & Wang, 2009), o modelo de regressão neste estudo inclui um atraso de 1 ano para proxies de medição de desempenho financeiro corporativo. Conforme exposto por Naeem et al. (2022), o uso de um intervalo de 1 ano para medições de desempenho financeiro permite uma avaliação mais eficaz do efeito do desempenho sustentável e socialmente responsável de uma corporação em seu desempenho financeiro. Portanto, comparou-se o desempenho financeiro da empresa i no tempo t com seu desempenho ESG no tempo $t-1$ para avaliar o efeito ESG no desempenho financeiro de empresas situadas em mercados emergentes e desenvolvidos, bem como, em setores ambientalmente sensíveis e não sensíveis.

O modelo de regressão procura examinar o efeito da pontuação geral do desempenho ESG e cada pilar ESG (ambiental, social e governança) individualmente no desempenho financeiro corporativo, conforme as 8 equações abaixo.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 AMB_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SOC_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

(3)

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 GOV_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

(4)

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

(5)

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 AMB_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

(6)

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 SOC_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

(7)

$$TOBINQ_{it} = \alpha + \beta_1 GOV_{it-1} + \beta_2 DMERC_{it} + \beta_3 DSETOR_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

(8)

Ressalta-se que as equações de regressão foram aplicadas em cada uma das variáveis dependentes dos modelos que se referem ao desempenho financeiro (ROA e TOBINQ). Onde ROA compreende os retornos sobre os ativos das empresas i no momento t . TOBINQ apresenta a medida do desempenho financeiro baseada no mercado da empresa i no tempo t .

Além disso, a pontuação geral ESG (ESG) e cada aspecto do ESG (*Environmental, Social, Governance*) será analisado individualmente em cada uma das regressões propostas. ESG_{it-1} representa a pontuação geral do desempenho ESG da empresa i no tempo $t-1$. AMB_{it-1} representa a pontuação de desempenho ambiental da empresa i no momento $t-1$. SOC_{it-1} representa a pontuação do desempenho social da empresa i no tempo $t-1$. GOV_{it-1} representa a pontuação do desempenho da governança corporativa da empresa i no momento $t-1$.

$DMERC_{it}$ e $DSETOR_{it}$ representam as variáveis *dummies*, sendo: Mercado, que recebe o valor 1 para mercados desenvolvidos e valor 0 para mercados emergentes; Setores, que recebe o valor 1 para setores ambientalmente sensíveis e valor 0 para setores não sensíveis ambientalmente, respectivamente. TAM_{it} e $ALAV_{it}$ referem-se às variáveis de controle, que são o Tamanho, representado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i no tempo t , e a Alavancagem, representada pela dívida total dividida pelo ativo total da empresa i no tempo t .

A análise de regressão será realizada em toda a amostra para avaliar a relação entre ESG e desempenho financeiro, considerando o efeito das variáveis *dummies* para Mercado e Setores.

A Tabela 4 apresenta as variáveis utilizadas neste estudo, suas descrições, a fonte dos dados que compõem as variáveis propostas nesta pesquisa e os autores de referência. As análises estatísticas foram realizadas usando o software RStudio.

Tabela 4 – Variáveis do Modelo

| Variáveis | Descrição | Fonte | Autores |
|--------------------------------|--|---|---|
| Variáveis Independentes | | | |
| ESG | Pontuação ESG agregada da empresa conforme calculado pelo banco de dados Refinitiv Eikon | Refinitiv Eikon | (Ahmad et al., 2024; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Velte, 2017) |
| AMB | Pontuação de desempenho ambiental da empresa pela Refinitiv Eikon | Refinitiv Eikon | (Cek & Eyupoglu, 2020; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Velte, 2017) |
| SOC | Pontuação de desempenho social da empresa pela Refinitiv Eikon | Refinitiv Eikon | (Cek & Eyupoglu, 2020; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Velte, 2017) |
| GOV | Pontuação de desempenho de governança corporativa da empresa pelo Refinitiv Eikon. | Refinitiv Eikon | (Cek & Eyupoglu, 2020; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Velte, 2017) |
| DMERC | Variável dummy com valor 0 caso a sede da empresa esteja localizada em um país emergente e valor 1 para a empresa com sede em um país desenvolvido. | MSCI | (Kalia & Aggarwal, 2023; Ting et al., 2019) |
| DSETOR | Variável dummy com valor 0 caso a empresa seja de setores ambientalmente não sensíveis e valor 1 para a empresa em setores ambientalmente sensíveis. | Eikon Refinitiv | (Garcia et al., 2017; Hamad et al., 2020; Jahid et al., 2023; Pinheiro, Oliveira, et al., 2023; Qureshi et al., 2020) |
| Variáveis Dependentes | | | |
| ROA | $\frac{\text{Lucro líquido antes dos custos de financiamento}}{\text{Ativo Total}}$ | Eikon Refinitiv / Calculado pelos autores | (Ahmad et al., 2024; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Velte, 2017) |
| TOBINQ | $\frac{\text{Valor de mercado} + \text{Dívida Total}}{\text{Ativo Total}}$ | Eikon Refinitiv / Calculado pelos autores | (Ahmad et al., 2024; Naeem et al., 2022; Ting et al., 2019; Velte, 2017) |
| Variáveis de Controle | | | |
| TAM | Logaritmo natural do total de ativos das empresas | Eikon Refinitiv / Calculado pelos autores | (Ahmad et al., 2024; Hamad et al., 2020; Jahid et al., 2023; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Ting et al., 2019; Velte, 2017) |
| ALAV | $\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Ativo Total}}$ | Eikon Refinitiv / Calculado pelos autores | (Ahmad et al., 2024; Jahid et al., 2023; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022; Ting et al., 2019; Velte, 2017) |

Fonte: Elaborada pela autora.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são exibidos os resultados obtidos a partir da realização do estudo. Inicialmente, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis consideradas no estudo e a análise das correlações entre elas. Por fim, detalha-se os resultados derivados dos modelos utilizados, seguidos de testes para especificar esses modelos e verificar os pressupostos da análise de regressão.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E CORRELAÇÕES

Neste tópico de análise, evidencia-se a intensidade e o sentido das correlações entre as variáveis analisadas, por meio do coeficiente de correlação e significância estatística. Destaca-se que os resultados da correlação possibilitam a identificação do grau de associação entre as variáveis dependentes e independentes do modelo. Na Tabela 5 apresenta-se a matriz de correlação entre as variáveis.

Tabela 5 – Correlação entre as variáveis dependentes e independentes

| VARIÁVEL | ROA | TOBINQ | ESG | AMB | SOC | GOV | TAM | ALAV |
|---------------|-------|--------|------|------|------|------|------|------|
| ROA | 1 | | | | | | | |
| TOBINQ | 0,03 | 1 | | | | | | |
| ESG | 0,24 | -0,10 | 1 | | | | | |
| AMB | 0,24 | -0,12 | 0,88 | 1 | | | | |
| SOC | 0,18 | -0,05 | 0,91 | 0,77 | 1 | | | |
| GOV | 0,19 | -0,11 | 0,71 | 0,45 | 0,45 | 1 | | |
| TAM | 0,32 | -0,30 | 0,58 | 0,58 | 0,52 | 0,37 | 1 | |
| ALAV | -0,06 | 0,00 | 0,09 | 0,12 | 0,08 | 0,06 | 0,12 | 1 |

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados evidenciados na Tabela 5 revelam que não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis dependentes e independentes. A multicolinearidade é um fenômeno estatístico que ocorre quando duas ou mais variáveis independentes em um modelo de regressão estão altamente correlacionadas entre si. A análise teve como objetivo verificar se há indícios de multicolinearidade entre as variáveis de desempenho econômico-financeiro e sustentabilidade em empresas da amostra (Fávero & Belfiore, 2017, p.575).

As correlações entre as variáveis vão de moderadas a baixas, indicando que não há uma relação linear forte entre elas. A correlação entre ROA e ESG é moderada (0.24). A correlação entre TOBINQ e ESG é baixa (-0.10). As correlações entre as variáveis de sustentabilidade (ESG, AMB, SOC e GOV) também não são excessivamente altas. Porém, ressalta-se que as variáveis ESG, AMB, SOC e GOV serão operacionalizadas em diferentes modelos de regressões, garantindo a estimação adequada dos modelos de regressão. Portanto, a

multicolinearidade não é um fator que afeta os modelos propostos, pois estas variáveis independentes não foram analisadas conjuntamente.

A Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis analisadas considerando os mercados emergentes e desenvolvidos. A análise apresenta número de observações, média, mediana, desvio padrão, valores mínimos e máximos, 1º Quartil e 3º Quartil para cada variável.

Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis para cada mercado

| Mercados | Variável | N | Média | Desvio Padrão | Mín | 1º Quartil | Mediana | 3º Quartil | Max |
|-------------------------------|-----------------|----------|--------------|----------------------|------------|-------------------|----------------|-------------------|------------|
| Mercados Emergentes | | | | | | | | | |
| | ROA | 3910 | 0.0487 | 0.0979 | -0.858 | 0.0117 | 0.0408 | 0.0891 | 0.345 |
| | TOBQ | 3910 | 1.09 | 1.09 | 0.0846 | 0.511 | 0.779 | 1.26 | 10.6 |
| | ESG | 3910 | 51.5 | 21.4 | 0.607 | 36.7 | 54.5 | 67.7 | 94.2 |
| | AMB | 3910 | 47.2 | 26.9 | 0 | 25.7 | 50.4 | 68.4 | 98.8 |
| | SOC | 3910 | 53.2 | 25.5 | 0.237 | 34.7 | 57.1 | 73.7 | 97.4 |
| | GOV | 3910 | 52.3 | 22.6 | 0.0555 | 34.6 | 54.2 | 70.8 | 97.4 |
| | TAM | 3910 | 22.6 | 1.67 | 14.2 | 21.5 | 22.5 | 23.5 | 27.9 |
| | ALAV | 3910 | 0.254 | 0.184 | 0 | 0.104 | 0.243 | 0.369 | 0.944 |
| Mercados Desenvolvidos | | | | | | | | | |
| | ROA | 19860 | 0.0133 | 0.172 | -0.858 | 0.00266 | 0.035 | 0.0832 | 0.345 |
| | TOBQ | 19860 | 1.67 | 1.84 | 0.0846 | 0.69 | 1.06 | 1.89 | 10.6 |
| | ESG | 19860 | 47.1 | 21.2 | 0.676 | 29.5 | 45.9 | 64.4 | 95.7 |
| | AMB | 19860 | 35.7 | 30.5 | 0 | 4.4 | 31.6 | 62.7 | 99.1 |
| | SOC | 19860 | 49.5 | 23.3 | 0.249 | 30.5 | 48 | 68.6 | 98.8 |
| | GOV | 19860 | 52.7 | 22.5 | 0.141 | 35.4 | 54.4 | 71 | 99.4 |
| | TAM | 19860 | 22 | 2.05 | 14 | 20.8 | 22 | 23.3 | 29.1 |
| | ALAV | 19860 | 0.256 | 0.212 | 0 | 0.07 | 0.233 | 0.383 | 0.944 |

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 6 mostra as médias e os desvios padrão das pontuações ESG e de seus componentes (ambiental, social e governança) para empresas de mercados emergentes e desenvolvidos. A pontuação ESG mede o grau de comprometimento das empresas com a sustentabilidade e a responsabilidade social, sendo um indicador cada vez mais relevante para investidores e consumidores (Bilyay-Erdogan, 2022; Kölbel & Busch, 2021).

As empresas de mercados emergentes têm uma pontuação ESG média superior às de mercados desenvolvidos, 51.5 e 47.1, respectivamente, o que pode indicar uma maior preocupação ou pressão dessas empresas em adotar práticas sustentáveis e éticas como um mecanismo de sinalização para compensar os níveis mais baixos de desenvolvimento social, aumentando seu engajamento e integração ESG, muitas vezes para preencher um vazio institucional (Ashraf et al., 2022; Pinheiro, dos Santos, et al., 2023; Ting et al., 2019).

A variabilidade das pontuações ESG é semelhante entre os dois grupos de empresas, o que significa que há uma heterogeneidade nas práticas ESG dentro de cada mercado. Isso sugere que há espaço para melhorias e oportunidades para as empresas que se destacam nesse aspecto (Chen et al., 2023; DasGupta & Roy, 2023).

A governança corporativa é o componente que tem a maior média e a menor variação entre os dois grupos, 52.3 para países emergentes e 52.7 para países desenvolvidos, o que pode refletir uma maior maturidade e padronização desse aspecto nas empresas. A governança corporativa é considerada um fator essencial para garantir a transparência, a prestação de contas e a proteção dos interesses dos stakeholders (Hamad et al., 2020).

Os componentes ambiental e social têm médias menores e maiores variações entre os grupos, o que pode indicar uma maior complexidade e diversidade desses aspectos nas empresas, sugerindo que a variação do desempenho ESG está relacionada com o ambiente institucional do país (Pinheiro, et al., 2023). O componente ambiental envolve questões como emissão de gases de efeito estufa, uso de energia e recursos naturais, gestão de resíduos e impacto na biodiversidade. O componente social envolve questões como direitos humanos, relações trabalhistas, saúde e segurança, diversidade e inclusão, e envolvimento com a comunidade (Taddeo et al., 2024).

Essa análise inferencial está de acordo com alguns estudos que analisaram o desempenho ESG das empresas em diferentes mercados (Al-Mamun & Seamer, 2022; DasGupta & Roy, 2023; Pinheiro, dos Santos, et al., 2023; Soares et al., 2020). Dentre estes, Soares et al. (2020) investigaram a influência do sistema nacional de negócios sobre a extensão da evidenciação de práticas ambientais e sociais em países institucionalmente distantes, como Brasil e Canadá. Eles argumentaram que as empresas brasileiras possuem uma maior evidenciação de práticas ambientais e sociais, demonstrando que as empresas no Brasil estão se tornando mais ativas em lidar com questões sociais e ambientais para se afastarem da imagem de corrupção e acumulação de riquezas.

Pode-se verificar que as pontuações ESG das empresas são influenciadas por diversos fatores, tanto internos quanto externos, e que há uma diversidade de práticas e de resultados entre os diferentes mercados (DasGupta & Roy, 2023). Portanto, é importante realizar uma análise mais aprofundada e contextualizada das pontuações ESG, levando em conta as especificidades de cada setor, país e empresa.

4.2 ANÁLISE DE RESULTADOS

Para a análise de regressão, utilizou-se o modelo de dados em painel de efeitos fixos, após considerar as três abordagens de regressão: dados em painel com efeito combinado - Pooled (POLS), efeitos aleatórios (EA) e efeitos fixos (EF). Estes modelos permitem levar em

conta heterogeneidades específicas dos indivíduos e oferecem uma representação mais fidedigna da dinâmica de mudança (Fávero & Belfiore, 2017, p. 775).

As decisões entre as abordagens foram baseadas em testes específicos. O Teste Breusch-Pagan LM favoreceu o modelo de EA sobre o POLS com um p-valor $< 0,05$. O Teste F de Chow destacou o modelo de EF em relação ao POLS com um p-valor $< 0,05$. Por fim, o Teste de Hausman validou a superioridade do EF sobre o EA, também com p-valor $< 0,05$.

Avaliando os pressupostos do modelo de regressão de dados em painel de efeitos fixos verificou-se que os modelos deste estudo não apresentam problemas de multicolinearidade, uma vez que todos os valores do teste VIF ficaram abaixo de 5, sugerindo que não há um problema significativo de multicolinearidade nos modelos. Alguns modelos apresentaram autocorrelação entre as variáveis e todos apresentaram evidências significativas de heterocedasticidade e não distribuição normal dos resíduos.

Para garantir a correta aplicação das regressões, calculou-se a estatística robusta para os modelos. Estatísticas robustas são usadas para fornecer inferências mais confiáveis quando as suposições de homoscedasticidade (variância constante) e normalidade dos resíduos são violadas, o que pode ocorrer em modelos de regressão.

Por fim, destaca-se os baixos coeficientes apresentados na maioria dos modelos econométricos, o que pode ser decorrente de diferenças entre as escalas das variáveis relacionadas ao desempenho ESG. Contudo, as diferentes escalas não comprometem os resultados encontrados. Todos os modelos apresentam um efeito fixo para ano e empresa, enquanto os erros são robustos para heterocedasticidade.

Para análise das hipóteses foram executados 8 modelos de regressão, 4 para cada variável dependente (ROA e TOBINCQ), onde cada uma das 4 variáveis independentes (ESG, AMB, SOC e GOV) foram tratadas separadamente em cada modelo.

A amostra foi segmentada em 5 grupos de análise: empresas de setores ambientalmente sensíveis localizadas em mercados emergentes, empresas de setores não sensíveis localizadas em mercados emergentes, empresas de setores ambientalmente sensíveis localizadas em mercados desenvolvidos, empresas não sensíveis localizadas em mercados desenvolvidos e o grupo de todas as empresas da amostra.

A Tabela 7 demonstra os resultados de regressão para os modelos que relaciona o desempenho ESG à variável ROA para a amostra geral. A pontuação ESG foi significativa e positivamente relacionada ao ROA com p-valor $< 0,001$, indicando que o desempenho ESG pode influenciar positivamente o desempenho financeiro das empresas. O resultado é consistente com os estudos de Chen et al. (2023), Espinosa-Méndez et al. (2024), e Yousefian

et al. (2023). Os pilares ambiental (AMB) e governança (GOV) também se relacionam significativa e positivamente ao ROA com p-valor < 0,001, sugerindo que as práticas ambientais e de governança corporativa impulsionam o desempenho financeiro das empresas, conforme S. Chen et al. (2023). Porém, o pilar social (SOC) não é estatisticamente significativo para influenciar o ROA, indicando que as práticas sociais não influenciam o desempenho financeiro das empresas, conforme (Koroleva et al., 2020; Taddeo et al., 2024).

Tabela 7 – Resultados dos modelos ROA para todas as empresas

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | -0.5313 *** (0.0246) | -0.5240 *** (0.0256) | -0.5757 *** (0.0238) | -0.5498 *** (0.0224) |
| ESG | 0.0005 *** (0.0001) | | | |
| AMB | | 0.0004 *** (0.0001) | | |
| SOC | | | 0.0001 (0.0001) | |
| GOV | | | | 0.0007 *** (0.0001) |
| DMERC | -0.0164 ** (0.0050) | -0.0146 ** (0.0050) | -0.0168 *** (0.0050) | -0.0188 *** (0.0050) |
| DSETOR | 0.0523 *** (0.0038) | 0.0513 *** (0.0038) | 0.0544 *** (0.0038) | 0.0529 *** (0.0037) |
| TAM | 0.0239 *** (0.0012) | 0.0241 *** (0.0012) | 0.0269 *** (0.0011) | 0.0243 *** (0.0010) |
| ALAV | -0.0578 *** (0.0094) | -0.0592 *** (0.0095) | -0.0572 *** (0.0095) | -0.0575 *** (0.0094) |
| N | 4754.0000 | 4754.0000 | 4754.0000 | 4754.0000 |
| R2 | 0.1777 | 0.1775 | 0.1742 | 0.1820 |
| adj.R2 | 0.1769 | 0.1766 | 0.1734 | 0.1811 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 8, encontra-se a regressão para os modelos que relacionam as variáveis ESG (ESG, AMB, SOC e GOV) com a medida de Q de Tobin. As variáveis ESG, AMB e SOC são significativa e positivamente relacionadas com o Q de Tobin (p-valor < 0,01), indicando que as práticas ESG, principalmente os fatores ambientais e sociais influenciam o desempenho de mercado das empresas analisadas. O resultado é consistente com Espinosa-Méndez et al. (2024), Ting et al. (2019) e Yousefian et al. (2023), pois sugere que empresas com iniciativas ESG mais altas podem ser mais lucrativas.

Destaca-se que as variáveis *dummy* para Mercado e Setor foram positivamente significativas tanto para ROA quanto para Q de Tobin, indicando que o ambiente institucional modela a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeira das empresas (Ting et al., 2019).

Tabela 8 – Resultados dos modelos TOBIN Q para todas as empresas

| | MODELO 5 | MODELO 6 | MODELO 7 | MODELO 8 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | 7.4522 *** (0.2901) | 7.2251 *** (0.3030) | 7.5525 *** (0.2781) | 6.3989 *** (0.2674) |
| ESG | 0.0114 *** (0.0014) | | | |
| AMB | | 0.0053 *** (0.0010) | | |
| SOC | | | 0.0131 *** (0.0012) | |
| GOV | | | | 0.0003 (0.0012) |
| DMERC | 0.4797 *** (0.0592) | 0.5046 *** (0.0598) | 0.4737 *** (0.0589) | 0.4708 *** (0.0597) |
| DSETOR | 0.1855 *** (0.0444) | 0.1857 *** (0.0451) | 0.1921 *** (0.0439) | 0.2341 *** (0.0445) |
| TAM | -0.3156 *** (0.0142) | -0.2906 *** (0.0142) | -0.3251 *** (0.0133) | -0.2450 *** (0.0124) |
| ALAV | 0.2692 * (0.1115) | 0.2539 * (0.1121) | 0.2546 * (0.1108) | 0.2851 * (0.1123) |
| N | 4754.0000 | 4754.0000 | 4754.0000 | 4754.0000 |
| R2 | 0.1287 | 0.1217 | 0.1393 | 0.1162 |
| adj.R2 | 0.1278 | 0.1207 | 0.1384 | 0.1153 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 9 apresenta a regressão para os modelos que relacionam as variáveis ESG com o ROA das empresas ambientalmente sensíveis localizadas em mercados emergentes. Nota-se que a pontuação ESG geral e todos os pilares ESG (AMB, SOC e GOV) são significativa e positivamente relacionadas com o ROA, indicando que as práticas ESG influenciam o desempenho financeiro das empresas sensíveis localizadas em países emergentes. Os resultados estão alinhados com Garcia et al. (2017), Wong et al. (2021) e Ahmad et al. (2024) e divergem dos resultados encontrados por Naeem et al. (2022). Mesmo situadas em mercados emergentes, o engajamento em práticas ESG é benéfico para as partes interessadas das empresas dos setores ambientalmente sensíveis. As empresas com maior desempenho ESG atraem investidores e clientes e obtêm um desempenho financeiro mais alto por meio de relações mais fortes entre empresas e clientes (Ahmad et al., 2024).

Tabela 9 – Resultados dos modelos ROA para empresas sensíveis ambientalmente localizadas em mercados emergentes

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|-----------|------------------------|------------------------|------------------------|----------------------|
| Intercept | 0.1327 * (0.0520) | 0.1354 ** (0.0522) | 0.1305 * (0.0518) | 0.1049 * (0.0520) |
| ESG | 0.0006 *** (0.0002) | | | |
| AMB | | 0.0005 *** (0.0001) | | |
| SOC | | | 0.0006 *** (0.0001) | |

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|---------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| GOV | | | | 0.0003 * (0.0002) |
| TAM | -0.0025 (0.0024) | -0.0023 (0.0024) | -0.0023 (0.0024) | -0.0005 (0.0024) |
| ALAV | -0.1676 *** (0.0198) | -0.1655 *** (0.0197) | -0.1666 *** (0.0197) | -0.1668 *** (0.0201) |
| N | 427.0000 | 427.0000 | 427.0000 | 427.0000 |
| R2 | 0.1638 | 0.1623 | 0.1662 | 0.1428 |
| adj.R2 | 0.1578 | 0.1564 | 0.1602 | 0.1368 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 10 exibe a regressão para os modelos que relacionam as variáveis ESG com o Q de Tobin para as empresas ambientalmente sensíveis localizadas em mercados emergentes. Os dados indicam uma relação positiva e significativa entre a pontuação ESG e cada pilar (AMB, SOC e GOV) com o Q de Tobin, sugerindo que o desempenho ESG pode contribuir positivamente para a valorização de mercado das empresas sensíveis localizadas em países emergentes, conforme exposto por Mohammad & Wasiuzzaman (2021) e Wong et al. (2021).

Os resultados das tabelas 9 e 10 confirmam as hipóteses 1C, 1D, 2A e 2B, uma vez que o desempenho ESG afeta a lucratividade e a avaliação de mercado de empresas situadas nos mercados dos países emergentes e empresas integrantes de setores ambientalmente sensíveis (El Ghouli et al., 2017; Garcia et al., 2017). Os dados parecem aderentes à Teoria Institucional devido ao fato de que instituições de alta qualidade com regras de negócios bem definidas, menos corrupção e melhor aplicação de políticas consistentes apoiam o ESG. Como resultado, as empresas aderem ao ESG para obter vantagem competitiva sem qualquer espaço para concorrência prejudicial, atalhos ou brechas fornecidas por corrupção ou negligência institucional (Ahmad et al., 2024; Rahi et al., 2023).

Tabela 10 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas sensíveis ambientalmente localizadas em mercados emergentes

| | MODELO 5 | MODELO 6 | MODELO 7 | MODELO 8 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | 4.6707 *** (0.7741) | 4.6425 *** (0.7799) | 4.6179 *** (0.7721) | 4.2882 *** (0.7719) |
| ESG | 0.0088 *** (0.0025) | | | |
| AMB | | 0.0062 ** (0.0020) | | |
| SOC | | | 0.0074 *** (0.0021) | |
| GOV | | | | 0.0046 * (0.0023) |
| TAM | -0.1592 *** (0.0361) | -0.1513 *** (0.0361) | -0.1542 *** (0.0358) | -0.1324 *** (0.0354) |
| ALAV | -1.2392 *** (0.2941) | -1.2046 *** (0.2949) | -1.2225 *** (0.2939) | -1.2312 *** (0.2984) |
| N | 427.0000 | 427.0000 | 427.0000 | 427.0000 |

| | MODELO 5 | MODELO 6 | MODELO 7 | MODELO 8 |
|---------|----------|----------|----------|----------|
| R2 | 0.0930 | 0.0855 | 0.0924 | 0.0739 |
| adj.R2 | 0.0865 | 0.0790 | 0.0860 | 0.0673 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 11 encontra-se a regressão com os modelos que analisam a relação entre as variáveis ESG e o ROA das empresas de setores não sensíveis ambientalmente localizadas em mercados emergentes. Nota-se que somente o pilar Social é estatisticamente significativo (p-valor < 0,05) na relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro destas empresas (Arian et al., 2023). Estes resultados indicam que as empresas de setores não sensíveis localizadas em países emergentes não são substancialmente pressionadas pelas partes interessadas para que melhorem o seu desempenho ESG, exceto em relação ao pilar social, sugerindo que as atividades e contribuições sociais das empresas são valorizadas e reconhecidas nos mercados dos países emergentes.

Os achados estão de acordo com o estudo de Khan et al. (2021) que realizaram entrevistas em profundidade com gerentes de RSC, reguladores nacionais e membros de instituições promotoras de RSC no Paquistão e concluíram que a contribuição das empresas por meio de caridade e doações, principalmente para saúde e educação, são valorizadas nos mercados emergentes.

Tabela 11 – Resultados dos modelos ROA para empresas não sensíveis ambientalmente localizadas em mercados emergentes

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|-----------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Intercept | 0.0222 (0.0578) | 0.0160 (0.0581) | 0.0183 (0.0570) | 0.0004 (0.0564) |
| ESG | 0.0005 (0.0003) | | | |
| AMB | | 0.0003 (0.0002) | | |
| SOC | | | 0.0004 * (0.0002) | |
| GOV | | | | 0.0002 (0.0002) |
| TAM | -0.0001 (0.0027) | 0.0007 (0.0026) | 0.0002 (0.0026) | 0.0014 (0.0026) |
| ALAV | -0.0660 ** (0.0231) | -0.0670 ** (0.0232) | -0.0647 ** (0.0231) | -0.0659 ** (0.0232) |
| N | 355.0000 | 355.0000 | 355.0000 | 355.0000 |
| R2 | 0.0367 | 0.0330 | 0.0381 | 0.0299 |
| adj.R2 | 0.0285 | 0.0247 | 0.0298 | 0.0216 |
| p.value | 0.0043 | 0.0082 | 0.0034 | 0.0137 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 12 apresenta os modelos que relacionam os aspectos ESG com o Q de Tobin das empresas de setores não sensíveis localizadas em mercados emergentes. O resultado da regressão aponta que a pontuação ESG geral e seus pilares ambiental, social e de governança não possuem significância estatística em relação a avaliação de mercado destas empresas. Essas evidências sugerem que o nível de compromisso de uma empresa com parâmetros ESG não é relevante para a avaliação de mercado (Hussain et al., 2018). Todavia, isso também pode sugerir que as instituições formadas pelos clientes, fornecedores, concorrentes, funcionários, sociedade e governo dos mercados emergentes não exercem pressão sobre as empresas não sensíveis ambientalmente para que adotem boas práticas ESG (Ahmad et al., 2024). Conforme observado por Khan et al. (2021), a falta de envolvimento do governo e da conscientização do consumidor continua a ser um grande impedimento para uma maior difusão da RSC nos países emergentes.

Tabela 12 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas não sensíveis ambientalmente localizadas em mercados emergentes

| | MODELO 5 | MODELO 6 | MODELO 7 | MODELO 8 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | 5.9562 *** (0.5936) | 5.9935 *** (0.5950) | 6.0283 *** (0.5852) | 4.9558 *** (0.5694) |
| ESG | 0.0001 (0.0026) | | | |
| AMB | | 0.0005 (0.0020) | | |
| SOC | | | 0.0012 (0.0022) | |
| GOV | | | | -0.0023 (0.0025) |
| TAM | -0.2240 *** (0.0277) | -0.2264 *** (0.0268) | -0.2298 *** (0.0267) | -0.1375 *** (0.0290) |
| ALAV | 0.2006 (0.2369) | 0.1971 (0.2373) | 0.2014 (0.2368) | -1.1918 *** (0.2223) |
| N | 355.0000 | 355.0000 | 355.0000 | 355.0000 |
| R2 | 0.2034 | 0.2035 | 0.2041 | 0.2644 |
| adj.R2 | 0.1966 | 0.1967 | 0.1973 | 0.2581 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 13 exibe o resultado da regressão dos modelos que relacionam a pontuação ESG com o ROA das empresas de setores sensíveis ambientalmente situadas em mercados desenvolvidos. Os dados apontam que a pontuação ESG geral é positiva e significativamente relacionada com o ROA (p-valor < 0.01), indicando que ao atender às pressões institucionais, o engajamento em práticas ESG favorece a relação com as partes interessadas de empresas sensíveis situadas em países desenvolvidos, conforme Chen et al. (2023). O pilar da governança também é significativa e positivamente relacionado com o ROA, com p-valor < 0.001. O resultado sugere que nos mercados desenvolvidos a governança corporativa tem relevância

significativa no desempenho financeiro das empresas ambientalmente sensíveis (Qureshi et al., 2020). Entretanto, apesar do ambiente institucional dos mercados desenvolvidos ser favorável às práticas ESG, o desempenho ambiental e social não são estatisticamente relevante para influenciar o desempenho financeiro das empresas.

Tabela 13 – Resultados dos modelos ROA para empresas sensíveis ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | -0.3794 *** (0.0341) | -0.4196 *** (0.0359) | -0.4117 *** (0.0332) | -0.4090 *** (0.0291) |
| ESG | 0.0005 ** (0.0002) | | | |
| AMB | | 0.0001 (0.0001) | | |
| SOC | | | 0.0002 (0.0001) | |
| GOV | | | | 0.0006 *** (0.0001) |
| TAM | 0.0191 *** (0.0018) | 0.0219 *** (0.0018) | 0.0212 *** (0.0017) | 0.0201 *** (0.0015) |
| ALAV | -0.0941 *** (0.0129) | -0.0964 *** (0.0130) | -0.0957 *** (0.0130) | -0.0933 *** (0.0129) |
| N | 1865.0000 | 1865.0000 | 1865.0000 | 1865.0000 |
| R2 | 0.1473 | 0.1433 | 0.1441 | 0.1522 |
| adj.R2 | 0.1460 | 0.1419 | 0.1427 | 0.1508 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 14 demonstra o resultado dos modelos que consideram as variáveis ESG e o Q de Tobin das empresas sensíveis ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos. Conforme exposto, o pilar social (p-valor, < 0.001) é significativa e positivamente relacionados com o valor de mercados das empresas sensíveis em mercados desenvolvidos. Porém, o pilar de governança (p-valor < 0.05) é significativa e negativamente relacionado com o Q de Tobin.

Os investidores dos mercados desenvolvidos reconhecem e valorizam positivamente as estratégias e ações sociais de empresas ambientalmente sensíveis. Neste sentido, maior nível de desempenho social pode contribuir para o aumento do valor de mercado das empresas de países desenvolvidos (Al Amosh & Khatib, 2023; Naeem et al., 2022). Apesar disso, cabe destacar que a governança corporativa destas empresas não são valorizadas pelos seus investidores, sugerindo que as empresas sensíveis ambientalmente sofrem pressão institucional para aplicarem boas práticas de governança mesmo que isso implique na redução do seu valor de mercado.

Tabela 14 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas sensíveis ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos

| | MODELO 5 | MODELO 6 | MODELO 7 | MODELO 8 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | 5.9579 *** (0.5739) | 5.1621 *** (0.6025) | 6.4795 *** (0.5560) | 5.1985 *** (0.4894) |
| ESG | 0.0043 (0.0027) | | | |
| AMB | | -0.0015 (0.0019) | | |
| SOC | | | 0.0083 *** (0.0023) | |
| GOV | | | | -0.0052 * (0.0022) |
| TAM | -0.1997 *** (0.0304) | -0.1507 *** (0.0302) | -0.2336 *** (0.0290) | -0.1421 *** (0.0246) |
| ALAV | 0.1631 (0.2175) | 0.1278 (0.2174) | 0.1897 (0.2168) | 0.1044 (0.2172) |
| N | 1865.0000 | 1865.0000 | 1865.0000 | 1865.0000 |
| R2 | 0.0311 | 0.0301 | 0.0365 | 0.0327 |
| adj.R2 | 0.0296 | 0.0286 | 0.0350 | 0.0312 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 15 expõe os dados dos modelos que relacionam a pontuação ESG e suas dimensões E, S e G com o ROA das empresas não sensíveis ambientalmente situadas em mercados desenvolvidos. O resultado aponta que tanto o ESG como as dimensões E e G estão relacionadas com o desempenho financeiro das empresas do grupo, uma vez que são positiva e significativamente relacionadas com o ROA, tendo como p-valor os valores de < 0.05, < 0.01 e < 0.001, respectivamente (Koroleva et al., 2020; Taddeo et al., 2024). Diante disso, pode se concluir que nos países desenvolvidos, onde a qualidade institucional é mais elevada, até mesmo as empresas de setores não sensíveis são influenciadas pelo ambiente institucional a executarem práticas ESG, especialmente aquelas ligadas ao meio ambiente e à governança com o objetivo de atender as exigências das partes interessadas.

Tabela 15 – Resultados dos modelos ROA para empresas não sensíveis ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | -0.7524 *** (0.0393) | -0.7312 *** (0.0418) | -0.8144 *** (0.0372) | -0.7611 *** (0.0355) |
| ESG | 0.0005 * (0.0002) | | | |
| AMB | | 0.0004 ** (0.0001) | | |
| SOC | | | -0.0002 (0.0002) | |
| GOV | | | | 0.0009 *** (0.0002) |
| TAM | 0.0327 *** (0.0020) | 0.0323 *** (0.0020) | 0.0371 *** (0.0019) | 0.0322 *** (0.0017) |
| ALAV | -0.0224 | -0.0251 | -0.0186 | -0.0229 |

| | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | (0.0161) | (0.0162) | (0.0162) | (0.0161) |
| N | 2107.0000 | 2107.0000 | 2107.0000 | 2107.0000 |
| R2 | 0.2005 | 0.2014 | 0.1989 | 0.2067 |
| adj.R2 | 0.1994 | 0.2002 | 0.1978 | 0.2056 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 16 considera os modelos de regressão que relaciona os pilares ESG com o Q de Tobin das empresas não sensíveis ambientalmente localizadas em países desenvolvidos. Os resultados apontam que a pontuação ESG e os pilares AMB, SOC e GOV são positiva e significativamente relacionadas com o valor de mercados das empresas analisadas, confirmando as hipóteses 1D e 2D, uma vez que o desempenho ESG afeta a valorização de mercado das empresas não sensíveis localizadas em mercados desenvolvidos (Arian et al., 2023). Nesse raciocínio, é possível afirmar que nos mercados desenvolvidos o engajamento em práticas ESG é valorizado pelas partes interessadas, incluindo os investidores das empresas não sensíveis, o que repercute em um maior valor de mercado.

Tabela 16 – Resultados dos modelos TOBIN Q para empresas não sensíveis ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos

| | MODELO 5 | MODELO 6 | MODELO 7 | MODELO 8 |
|-----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Intercept | 9.8297 *** (0.3628) | 9.8595 *** (0.3886) | 9.6305 *** (0.3392) | 8.3883 *** (0.3358) |
| ESG | 0.0196 *** (0.0020) | | | |
| AMB | | 0.0106 *** (0.0014) | | |
| SOC | | | 0.0205 *** (0.0017) | |
| GOV | | | | 0.0046 ** (0.0017) |
| TAM | -0.4200 *** (0.0186) | -0.3957 *** (0.0186) | -0.4150 *** (0.0169) | -0.3258 *** (0.0165) |
| ALAV | 0.4343 ** (0.1490) | 0.3895 ** (0.1508) | 0.3845 ** (0.1474) | 0.5010 *** (0.1519) |
| N | 2107.0000 | 2107.0000 | 2107.0000 | 2107.0000 |
| R2 | 0.2052 | 0.1927 | 0.2233 | 0.1725 |
| adj.R2 | 0.2041 | 0.1916 | 0.2222 | 0.1713 |
| p.value | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05. Erros padrões robustos clusterizados

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 17 apresenta o resumo dos sinais e significância de cada variável analisada nos modelos de regressão. Observa-se que há uma relação positiva entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas de capital aberto. Entretanto, a qualidade institucional modela a intensidade desta relação ao considerar empresas sensíveis e não sensíveis ambientalmente localizadas em mercados desenvolvidos e emergentes (DasGupta & Roy,

2023). Assim, é possível inferir que, de acordo com a teoria institucional, as pressões culturais e sociais influenciam as estruturas e práticas organizacionais, isto é, as instituições nacionais moldam a interação entre as empresas e seus stakeholders (Pinheiro et al., 2023). Como resultado das diferenças institucionais entre os países, diferentes arranjos organizacionais podem ser desenvolvidos. Fatores específicos dos países, como leis, políticas, crenças e padrões coletivos, bem como a estrutura regulatória, estruturas de governança e expectativas das partes interessadas podem moldar a relação entre iniciativas ESG e o desempenho geral da empresa, levando a resultados diversos em diferentes mercados (Al-Mamun & Seamer, 2021).

A relação entre desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas sensíveis localizadas em países emergentes é mais acentuada que nas empresas sensíveis localizadas nos países desenvolvidos. Chen et al. (2023) e Pinheiro, dos Santos, et al. (2023) destacam que empresas em países emergentes podem usar o desempenho ESG como uma estratégia para compensar as dificuldades sociais do país, fortalecer os laços com stakeholders e melhorar a gestão de riscos, o que é crucial em mercados emergentes onde os mecanismos de mercado podem não ser tão sofisticados. Além disso, os dados sugerem que o desempenho ESG positivo em países emergentes está relacionado ao desempenho financeiro, confirmando que o engajamento em práticas ESG podem levar a uma vantagem competitiva e a um crescimento financeiro sustentável a longo prazo, conforme exposto por Yu et al. (2024).

Tabela 17 – Resumo dos resultados

| | Emergentes | | | | Desenvolvidos | | | | Geral | |
|--------|-------------------|--------|--------------|--------|----------------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|
| | Sensível | | Não Sensível | | Sensível | | Não Sensível | | ROA | TOBINQ |
| | ROA | TOBINQ | ROA | TOBINQ | ROA | TOBINQ | ROA | TOBINQ | | |
| ESG | + *** | + *** | | | + ** | | + * | + *** | + *** | + *** |
| AMB | + *** | + ** | | | | | + ** | + *** | + *** | + *** |
| SOC | + *** | + *** | + * | | | + *** | | + *** | | + *** |
| GOV | + * | + * | | | + *** | - * | + *** | + ** | + *** | |
| DMERC | | | | | | | | | - *** | + *** |
| DSETOR | | | | | | | | | + *** | + *** |
| TAM | | - *** | | - *** | + *** | - *** | + *** | - *** | + *** | - *** |
| ALAV | - *** | - *** | - ** | - *** | - *** | | | + ** | - *** | + * |

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto às empresas de setores não sensíveis, verifica-se que a relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro é mais forte nos países desenvolvidos, indicando que os fatores institucional também modela a relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro nestes casos (Al-Mamun & Seamer, 2021). Nos mercados desenvolvidos, há uma maior consciência ambiental e social, existem regulamentações mais estritas e padrões de governança corporativa mais elevados e os investidores nesses países frequentemente consideram o desempenho ESG como um indicador de risco e retorno a longo prazo, o que pode influenciar positivamente o

desempenho financeiro das empresas (Naeem et al., 2022; Qureshi et al., 2020; Taddeo et al., 2024).

Nos mercados emergentes, o desempenho ESG das empresas não sensíveis não foi significativo na relação com o desempenho financeiro. Desta forma, pode-se concluir que por não sentirem a mesma pressão ou incentivo para adotar práticas ESG os setores não sensíveis de países emergentes podem ser menos engajados no desempenho ESG, principalmente se a governança corporativa destas empresas não estiver focada em sustentabilidade (Ting et al., 2020).

De modo geral, os achados vão ao encontro da visão institucional, demonstrando que o ambiente institucional impacta a relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro, uma vez que nos mercados desenvolvidos, onde a qualidade institucional é mais elevada, as empresas, independente do setor de atuação, apresentam correlação positiva entre as variáveis (Garcia et al., 2017). Entretanto, nos mercados emergentes, apesar da relação entre as variáveis ser positiva nos setores ambientalmente sensíveis, nos setores não sensíveis a relação é quase que completamente insignificante, com exceção da variável Social e o ROA.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa objetivou comparar os efeitos do desempenho ESG (*Environmental, Social e Governance*) no desempenho financeiro das empresas localizadas em mercados desenvolvidos e emergentes e entre setores sensíveis e não sensíveis ambientalmente. De forma geral, após a análise de dados, pode-se concluir que a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas de capital aberto pode ser moderado pelo ambiente institucional em que as empresas atuam.

Para alcançar o objetivo proposto, os testes empíricos foram realizados por meio da estatística descritiva e análise de dados em painel para cada grupo de empresas, separados de acordo com o país de localização e o setor em que atua. As hipóteses **1A**, **1B**, **1C** e **1D** propunham a análise da relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro das empresas localizadas em países desenvolvidos e emergentes, e as hipóteses **2A**, **2B**, **2C** e **2D** propunham a análise da relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro das empresas sensíveis e não sensíveis ambientalmente.

Os resultados da pesquisa indicam que a qualidade institucional do país sede das empresas e a sensibilidade ambiental dos setores modelam a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro, confirmando as hipóteses propostas. A estatística descritiva demonstrou que as empresas localizadas em países emergentes apresentaram um desempenho ESG superior às empresas de países desenvolvidos, com pontuação ESG de 51.5 e 47.1, respectivamente. O que se pode concluir que há uma maior preocupação ou pressão daquelas empresas em adotar práticas sustentáveis e éticas como um mecanismo de sinalização para compensar os níveis mais baixos de desenvolvimento social, aumentando seu engajamento e integração ESG, muitas vezes para preencher um vazio institucional.

Com base nos resultados das regressões, pode-se confirmar as hipóteses 1A e 1B, uma vez que foi possível constatar uma relação positiva entre o desempenho ESG e a lucratividade e o valor de mercado das empresas localizadas em mercados desenvolvidos. Porém, ao analisar as hipóteses 2A e 2B, identificamos que o desempenho ESG tem efeito positivo sobre a lucratividade das empresas sensíveis e não sensíveis, mas é insignificante na relação entre desempenho ESG e a valorização de mercado das empresas sensíveis em mercados desenvolvidos. Além disso, o pilar ambiental não é significativo na relação com a lucratividade e a avaliação de mercado das empresas sensíveis, o pilar social não é significativo na relação com a lucratividade para nenhum dos setores e o pilar de governança foi significativo tanto para a lucratividade quanto para o valor de mercado, com a ressalva de que para as empresas

sensíveis em mercados desenvolvidos a governança corporativa está relacionada negativamente com a valorização do mercado.

Em relação aos mercados emergentes, os dados confirmam as hipóteses 1C, 1D, 2C e 2D somente para as empresas sensíveis ambientalmente, isto é, o desempenho ESG tem efeito positivo sobre a lucratividade e o valor de mercado das empresas de setores sensíveis localizadas em mercados emergentes, sendo insignificante para as empresas não sensíveis. Somente o pilar social é positivamente significativa na relação entre desempenho ESG e lucratividade das empresas não sensíveis localizadas em mercados emergentes.

Diante disso, podemos inferir que a diferença nos resultados de cada grupo analisado pode ser explicada por meio da visão institucional em que fatores específicos dos países, como leis, políticas, crenças e padrões coletivos, bem como a estrutura regulatória, estruturas de governança e expectativas das partes interessadas podem moldar a relação entre iniciativas ESG e o desempenho geral da empresa, levando a resultados diversos em diferentes mercados e setores. Além disso, os resultados indicam que é benéfico para as empresas agirem de forma sustentável, porque isso será apreciado pela partes interessadas, sendo essencial para melhorar a reputação e o seu valor de mercado.

Para as próximas pesquisas, levando em consideração que a divisão entre mercados emergentes e desenvolvidos não reflete de forma precisa os diferentes arranjos institucionais estabelecidos pelos países, seria interessante considerar outras variáveis de controle relacionadas aos países, como PIB, qualidade de vida, nível de corrupção e adesão a acordos internacionais relacionados ao fatores ESG.

6 REFERÊNCIAS

- Ahmad, S., Mohti, W., Khan, M., Irfan, M., & Bhatti, O. K. (2024). Creating a bridge between ESG and firm's financial performance in Asian emerging markets: catalytic role of managerial ability and institutional quality. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.
- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2023). ESG performance in the time of COVID-19 pandemic: cross-country evidence. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(14), 39978–39993.
- Ali, W., Frynas, J. G., & Mahmood, Z. (2017). Determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in developed and developing countries: A literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(4), 273–294.
- Al-Mamun, A., & Seamer, M. (2022). The influence of institutional qualities on CSR engagement: a comparison of developed and developing economies. *Meditari Accountancy Research*, 30(1), 94–120.
- Amran, A., & Haniffa, R. (2011). Evidence in development of sustainability reporting: a case of a developing country. *Business Strategy and the Environment*, 20(3), 141–156.
- Andrade, M. M. de. (2012). *Introdução à metodologia do trabalho científico: elaboração de trabalhos na graduação* (Grupo GEN, Org.; 10ª edição).
<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522478392/>
- Anlesinya, A., Amponsah-Tawiah, K., Dartey-Baah, K., Adeti, S. K., & Brefo-Manuh, A. B. (2023). Institutional isomorphism and sustainable HRM adoption: a conceptual framework. *Industrial and Commercial Training*, 55(1), 62–76.
- Arian, A., Sands, J., & Tooley, S. (2023). Industry and stakeholder impacts on corporate social responsibility (CSR) and financial performance: Consumer vs. industrial sectors. *Sustainability*, 15(16), 12254.
- Arminen, H., Puumalainen, K., Pätäri, S., & Fellnhofer, K. (2018). Corporate social performance: Inter-industry and international differences. *Journal of Cleaner Production*, 177, 426–437.
- Arouri, M., & Pijourlet, G. (2017). CSR performance and the value of cash holdings: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 140, 263–284.
- Ashraf, D., Rizwan, M. S., & L'Huillier, B. (2022). Environmental, social, and governance integration: the case of microfinance institutions. *Accounting & Finance*, 62(1), 837–891.
- Azam, M., Hunjra, A. I., Bouri, E., Tan, Y., & Al-Faryan, M. A. S. (2021). Impact of institutional quality on sustainable development: Evidence from developing countries. *Journal of Environmental Management*, 298, 113465.
- Azevedo, R. R., Sediya, G. A. S., & de Aquino, A. C. B. (2024). Surgimento da agenda de pesquisa em padronização de relatórios contábeis para sustentabilidade e questões climáticas para o setor público. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1–8.
- Bansal, P., & Roth, K. (2000). Why companies go green: A model of ecological responsiveness. *Academy of management journal*, 43(4), 717–736.

- Battisti, E., Nirino, N., Leonidou, E., & Salvi, A. (2023). Corporate social responsibility in family firms: Can corporate communication affect CSR performance? *Journal of Business Research*, *162*, 113865.
- Bilyay-Erdogan, S. (2022). Corporate ESG engagement and information asymmetry: The moderating role of country-level institutional differences. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–37.
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., & Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. *Journal of Banking & Finance*, *134*, 106322.
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, *32*(3), 946–967.
- Carroll, A. B. (2016). Carroll's pyramid of CSR: taking another look. *International journal of corporate social responsibility*, *1*, 1–8.
- Cek, K., & Eyupoglu, S. (2020). Does environmental, social and governance performance influence economic performance? *Journal of Business Economics and Management*, *21*(4), 1165–1184.
- Chatterji, A. K., & Toffel, M. W. (2010). How firms respond to being rated. *Strategic Management Journal*, *31*(9), 917–945.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, *345*, 118829.
- Chen, Y.-C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of accounting and economics*, *65*(1), 169–190.
- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, organizations and society*, *32*(7–8), 639–647.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, *30*(8), 895–907.
- Daddi, T., Testa, F., Frey, M., & Iraldo, F. (2016). Exploring the link between institutional pressures and environmental management systems effectiveness: An empirical study. *Journal of environmental management*, *183*, 647–656.
- Darnall, N., Henriques, I., & Sadorsky, P. (2010). Adopting proactive environmental strategy: The influence of stakeholders and firm size. *Journal of management studies*, *47*(6), 1072–1094.
- DasGupta, R., & Roy, A. (2023). Firm environmental, social, governance and financial performance relationship contradictions: Insights from institutional environment mediation. *Technological Forecasting and Social Change*, *189*, 122341.
- Deegan, C., & Gordon, B. (1996). A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and business research*, *26*(3), 187–199.
- Degenhart, L., Da Silva Soares, L., Savegnago Casarin, G., Figueira Marquezan, L. H., & Sausen Soares, C. (2021). Mecanismos de Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado de Empresas Brasileiras listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. *Revista Organizações em Contexto*, *17*(33).

- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (2005). A gaiola de ferro revisitada: isomorfismo institucional e racionalidade coletiva nos campos organizacionais. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 45(2), 74–89.
- Dorfleitner, G., Kreuzer, C., & Sparrer, C. (2022). To sin in secret is no sin at all: On the linkage of policy, society, culture, and firm characteristics with corporate scandals. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 202, 762–784.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. *Journal of International Business Studies*, 48, 360–385.
- Espinosa-Méndez, C., Maquieira, C., & Arias, J. T. (2024). ESG performance on the value of family firms: international evidence during Covid-19. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1), 1–9.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788595155602>
- Finazzi Santos, P. M., & Porto, R. B. (2013). A GESTÃO AMBIENTAL COMO FONTE DE VANTAGEM COMPETITIVA SUSTENTÁVEL: CONTRIBUIÇÕES DA VISÃO BASEADA EM RECURSOS E DA TEORIA INSTITUCIONAL. *Revista de Ciencias da Administracao*, 14(35).
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210–233.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of cleaner production*, 150, 135–147.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Hamad, S., Draz, M. U., & Lai, F.-W. (2020). The impact of corporate governance and sustainability reporting on integrated reporting: A conceptual framework. *Sage Open*, 10(2), 2158244020927431.
- Hoffman, A. J. (1999). Institutional evolution and change: Environmentalism and the US chemical industry. *Academy of management journal*, 42(4), 351–371.
- Hussain, N., Rigoni, U., & Cavezzali, E. (2018). Does it pay to be sustainable? Looking inside the black box of the relationship between sustainability performance and financial performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1198–1211.
- Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., & Baldissarro, G. (2023). The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1917–1927.
- Jahid, M. A., Yaya, R., Pratolo, S., & Pribadi, F. (2023). Institutional factors and CSR reporting in a developing country: Evidence from the neo-institutional perspective. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2184227.
- Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, 14(1), 155–176.

- Karmani, M., & Boussaada, R. (2021). Corporate social responsibility and firm performance: does institutional quality matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), 641–662.
- Katsikas, E., Manes Rossi, F., Orelli, R. L., Katsikas, E., Manes Rossi, F., & Orelli, R. L. (2017). Accounting change: integrated reporting through the lenses of institutional theory. *Towards Integrated Reporting: Accounting Change in the Public Sector*, 25–63.
- Khan, M., Lockhart, J., & Bathurst, R. (2021). The institutional analysis of CSR: Learnings from an emerging country. *Emerging Markets Review*, 46, 100752.
- Kölbel, J. F., & Busch, T. (2021). Signaling legitimacy across institutional contexts—The intermediary role of corporate social responsibility rating agencies. *Global Strategy Journal*, 11(2), 304–328.
- Koroleva, E., Baggieri, M., & Nalwanga, S. (2020). Company performance: Are environmental, social, and governance factors important. *International Journal of Technology*, 11(8), 1468–1477.
- Kraus, S., Rehman, S. U., & García, F. J. S. (2020). Corporate social responsibility and environmental performance: The mediating role of environmental strategy and green innovation. *Technological forecasting and social change*, 160, 120262.
- Kumar, P., & Firoz, M. (2022). Does Accounting-based Financial Performance Value Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(1), 41–72.
- Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social responsibility journal*, 15(1), 11–27.
- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663.
- Li, Z., & Jia, J. (2022). Effect of mandatory sustainability disclosure announcements: cross-country evidence. *Pacific accounting review*, 34(1), 127–155.
- Marconi, M. de A., & Lakatos, E. M. (2021). *Técnicas de Pesquisa* (Grupo GEN, Org.; 9ª Edição). <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597026610/>
- Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas* (Grupo GEN, Org.; 3ª edição). <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597009088/>
- Matten, D., & Moon, J. (2008). “Implicit” and “explicit” CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, 33(2), 404–424.
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.
- Mohd-Sabrun, I., & Muhamad, R. (2023). Do environmentally sensitive companies engage in lesser earnings management behaviour? evidence from Malaysia. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(3), 1252–1276.
- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128–S140.

- Oliveira, M. C., Araújo Júnior, J. F., Oliveira, O. V., & Ponte, V. M. R. (2013). Disclosure social de empresas brasileiras e britânicas à luz da teoria institucional. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 2–26.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403–441.
- Pache, A.-C., & Santos, F. (2013). Embedded in hybrid contexts: How individuals in organizations respond to competing institutional logics. Em *Institutional logics in action, part B* (p. 3–35). Emerald Group Publishing Limited.
- Pereira, J. M. (2016). *Manual de Metodologia da Pesquisa Científica* (4ª Edição). Grupo GEN. <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788597008821/>
- Pinheiro, A. B., dos Santos, J. I. A. S., Cherobim, A. P. M. S., & Segatto, A. P. (2023). What drives environmental, social and governance (ESG) performance? The role of institutional quality. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 35(2), 427–444.
- Pinheiro, A. B., Oliveira, M. C., & Lozano, M. B. (2023). Os efeitos da cultura nacional na divulgação ambiental: Uma análise entre países. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e1636.
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214.
- Rahi, A. B. M. F., Chowdhury, M. A. F., Johansson, J., & Blomkvist, M. (2023). Nexus between institutional quality and corporate sustainable performance: European evidence. *Journal of Cleaner Production*, 382, 135188.
- Scott, W. R. (2008). Approaching adulthood: the maturing of institutional theory. *Theory and society*, 37, 427–442.
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144.
- Soares, R. A., Abreu, M. C. S. de, Rebouças, S. M. D. P., & Marino, P. de B. L. P. (2020). The effect of national business systems on social and environmental disclosure: a comparison between Brazil and Canada. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 29–47.
- Taddeo, S., Agnese, P., & Busato, F. (2024). Rethinking the effect of ESG practices on profitability through cross-dimensional substitutability. *Journal of Environmental Management*, 352, 120115.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2019). Corporate social performance and firm performance: Comparative study among developed and emerging market firms. *Sustainability*, 12(1), 26.
- Todoaro, N. M., Daddi, T., Testa, F., & Iraldo, F. (2020). Organization and management theories in environmental management systems research: A systematic literature review. *Business Strategy & Development*, 3(1), 39–54.

- Tuczek, F., Castka, P., & Wakolbinger, T. (2018). A review of management theories in the context of quality, environmental and social responsibility voluntary standards. *Journal of cleaner production*, 176, 399–416.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of global responsibility*, 8(2), 169–178.
- Wan, G., Dawod, A. Y., Chanaim, S., & Ramasamy, S. S. (2023). Hotspots and trends of environmental, social and governance (ESG) research: A bibliometric analysis. *Data Science and Management*, 6(2), 65–75.
- Wong, W. C., Batten, J. A., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593.
- Xi, D., Wu, Y., Wang, X., & Fu, Z. (2023). Corporate social responsibility and excess perks. *Journal of Empirical Finance*, 74, 101443.
- Yousefian, M., Bascompta, M., Sanmiquel, L., & Vitró, C. (2023). Corporate social responsibility and economic growth in the mining industry. *The Extractive Industries and Society*, 13, 101226.
- Yu, Z., Farooq, U., Alam, M. M., & Dai, J. (2024). How does environmental, social, and governance (ESG) performance determine investment mix? New empirical evidence from BRICS. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 520–529.
- Zamberlan, L. (2016). *Pesquisa em Ciências Sociais Aplicadas* (Editora Unijuí, Org.).
<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788541902748/>
- Zhan, S. (2023). ESG and corporate performance: a review. *SHS Web of Conferences*, 169, 01064.
- Zhu, B., & Wang, Y. (2024). Does social trust affect firms' ESG performance? *International Review of Financial Analysis*, 93, 103153.