



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 18, n. 1, Jan./Jun., 2026

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 16.12.2024. Revisado por pares em: 31.03.2025. Reformulado em: 29.07.2025. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2026v18n1ID38573

Impacto do ESG no desempenho corporativo: uma análise comparativa entre mercados desenvolvidos e emergentes

Impact of ESG on corporate performance: a comparative analysis between developed and emerging markets

Impacto de ESG en el desempeño corporativo: un análisis comparativo entre mercados desarrollados y emergentes

Autores

Washington Romão dos Santos

Bacharel em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6476-6318>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9883700735440451>

E-mail: washington.santos@ufes.br

Michele Monteiro Lirio Maria

Doutora em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo. Professora Substituta do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo.

Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4522-5812>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1112281163736734>

E-mail: michelemlirio@yahoo.com.br

Vinícius Costa da Silva Zonatto

Pós-Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS)

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau

(FURB). Professor do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade

Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM) - Departamento de Ciências Contábeis – UFSM.

Endereço: Av. Roraima nº 1000, Prédio 74C, CCSH, Cidade Universitária, Bairro Camobi, Cidade de Santa Maria – RS. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0823-6774>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1916486402947867>

E-mail: viniciuszonatto@gmail.com

Washington Romão dos Santos, Michele Monteiro Lirio Maria, Vinícius Costa da Silva Zonatto, Elizeu Maria Junior e Donizete Reina

Elizeu Maria Junior

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Espírito Santo. Professor do Departamento de Engenharia de Produção e do Programa de Mestrado Profissional em Engenharia e Desenvolvimento Sustentável da Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES. Identificadores (ID):
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8228-5980>
Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7515117984616885>
E-mail: elizeujunior@yahoo.com.br

Donizete Reina

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia. Professor do Departamento de Ciências Contábeis e do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES. Identificadores (ID):
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6217-2324>
Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6775492728267435>
E-mail: donizete.reina@ufes.br

(Artigo apresentado no Congresso CASI/2024)

Resumo

Objetivo: Comparar o impacto dos fatores ESG (ambientais, sociais e de governança) no desempenho operacional, financeiro e de mercado de empresas em mercados desenvolvidos e emergentes entre 2018 e 2023.

Metodologia: Utilizando uma abordagem quantitativa, foram analisados dados financeiros e de divulgação ESG de 2.546 empresas de diferentes setores em mercados desenvolvidos e emergentes. Técnicas de regressão linear múltipla foram aplicadas para investigar a relação entre práticas ESG e desempenho corporativo (ROA, ROE e Q de Tobin), considerando variáveis como tamanho da empresa, alavancagem e crescimento de vendas.

Resultados: Os resultados indicam que mercados emergentes apresentam uma associação mais forte entre práticas ESG e desempenho financeiro, em comparação com mercados desenvolvidos.

Contribuições do Estudo: Este estudo contribui para a compreensão teórica da relação ESG e desempenho e oferece *insights* para políticas públicas e estratégias corporativas, promovendo investimentos responsáveis e sustentabilidade. Isso possibilita a análise comparativa entre mercados emergentes e desenvolvidos, destacando as nuances na implementação e nos resultados das práticas ESG, com implicações teóricas e práticas para empresas e formuladores de políticas.

Palavras-chave: ESG; Desempenho; Sustentabilidade Corporativa; Impacto Econômico.

Abstract

Purpose: Compare the impact of ESG (environmental, social and governance) factors on the operational, financial and market performance of companies in developed and emerging markets between 2018 and 2023.

Methodology: Using a quantitative approach, financial and ESG disclosure data from 2,546 companies from different sectors in developed and emerging markets were analyzed. Multiple linear regression techniques were applied to investigate the relationship between ESG practices and corporate performance (ROA, ROE and Tobin's Q), considering variables such as firm size, leverage and sales growth.

Results: The results indicate that emerging markets have a stronger association between ESG practices and financial performance, compared to developed markets.

Contributions of the Study: This study contributes to the theoretical understanding of the ESG-performance relationship and offers insights for public policies and corporate strategies, promoting responsible investments and sustainability. This enables comparative analysis between emerging and developed markets, highlighting the nuances in the implementation and results of ESG practices, with theoretical and practical implications for companies and policy makers.

Keywords: ESG; Performance; Corporate Sustainability; Economic Impact.

Resumen

Objetivo: Comparar el impacto de los factores ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) en el desempeño operativo, financiero y de mercado de las empresas en mercados desarrollados y emergentes entre 2018 y 2023.

Metodología: Utilizando un enfoque cuantitativo, se analizaron datos de divulgación financiera y ESG de 2.546 empresas de diferentes sectores en mercados desarrollados y emergentes. Se aplicaron técnicas de regresión lineal múltiple para investigar la relación entre las prácticas ESG y el desempeño corporativo (ROA, ROE y Q de Tobin), considerando variables como el tamaño de la empresa, el apalancamiento y el crecimiento de las ventas.

Resultados: Los resultados indican que los mercados emergentes muestran una asociación más fuerte entre las prácticas ESG y el desempeño financiero, en comparación con los mercados desarrollados.

Contribuciones del Estudio: Este estudio contribuye a la comprensión teórica de la relación entre ESG y desempeño y ofrece perspectivas para políticas públicas y estrategias corporativas, promoviendo inversiones responsables y sostenibilidad. Esto permite un análisis comparativo entre los mercados emergentes y desarrollados, destacando los matices en la implementación y los resultados de las prácticas ESG, con implicaciones teóricas y prácticas para las empresas y los responsables políticos.

Palabras clave: ESG; Actuación; Sostenibilidad corporativa; Impacto económico.

1 Introdução

O interesse pela integração de fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) no desempenho corporativo tem aumentado, especialmente em resposta a crises recentes, como a pandemia de Covid-19. Estudos como os de Al-Awadhi et al. (2020), Baker et al. (2020) e Beloskar e Rao (2023) exploram esses temas. Empresas e investidores estão reconhecendo cada vez mais o valor intrínseco de integrar indicadores ESG em suas operações e estratégias de investimento (Alareeni & Hamdan, 2020; Park & Jang, 2021; Gama Pinheiro et al., 2024).

Esse interesse é impulsionado não apenas pelo imperativo ético de promover práticas empresariais sustentáveis e socialmente responsáveis (Camilleri, 2021; Lins, Servaes & Tamayo, 2017), mas também pela crescente evidência de que a integração dos princípios ESG pode gerar vantagens competitivas ao mitigar riscos (Dorfleitner, Halbritter & Nguyen, 2015; Di Tommaso & Thornton, 2020; Lu, Boyer & Kleffner, 2024), especialmente em situações de crises financeiras (Lins et al., 2017), desastres naturais ou pandemias (Díaz, Esparcia & López, 2022; Beloskar & Rao, 2023).

Empresas líderes e investidores estão cada vez mais reconhecendo que o sucesso a longo prazo está intrinsecamente ligado à adoção de práticas empresariais alinhadas com os objetivos de sustentabilidade global (Aupperle, Carroll & Hatfield, 1985; Lins et al., 2017). À medida que o interesse por práticas empresariais sustentáveis e responsáveis continua a crescer globalmente, surge a necessidade de entender como os determinantes ESG se manifestam em diferentes contextos econômicos (Aras, Aybars & Kutlu, 2010; Aouadi & Marsat, 2018; Beloskar & Rao, 2023; Narula et al., 2024).

Os fatores ESG abrangem uma ampla gama de políticas e práticas que envolvem preocupações ambientais, sociais e de governança corporativa (Dorfleitner et al., 2015; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Tendo em vista que, no contexto atual de volatilidade econômica, incertezas globais e desafios como pandemias, recessões econômicas e desastres ambientais, torna-se necessário compreender o papel das práticas ESG na resiliência e na capacidade de recuperação das organizações (Flammer, 2013; Liang & Li, 2023). Neste sentido, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **Os determinantes ESG têm impacto positivo significativo no desempenho corporativo das empresas?**

Os fatores ESG considerados neste estudo são: ambiental (E), relacionado a políticas e impactos ambientais; social (S), que engloba aspectos de responsabilidade social e relações de trabalho; e governança (G), associado à estrutura de controle e gestão das organizações. Esse tópico ganha relevância ao examinar como os critérios ESG não apenas moldam a sustentabilidade operacional das empresas (Santis, Albuquerque & Lizarelli, 2016), mas também influenciam sua capacidade de adaptação estratégica e de resposta a adversidades (Lins et al., 2017). A importância de entender essas relações é fundamental para orientar práticas empresariais que promovam desenvolvimento sustentável de longo prazo.

Este estudo compara o impacto dos fatores ESG (ambientais, sociais e de governança) no desempenho operacional, financeiro e de mercado de empresas em mercados desenvolvidos e emergentes. A análise é crucial para entender como a sustentabilidade pode garantir a resiliência dos negócios durante crises. A crescente relevância das práticas sustentáveis no mercado destaca empresas, atraindo clientes, fornecedores e investidores, além de fortalecer a reputação corporativa, proporcionar vantagens competitivas e promover práticas éticas. Assim, a pesquisa avança na compreensão teórica da relação entre ESG e desempenho corporativo e oferece insights práticos para empresas que desejam fortalecer sua posição global por meio da sustentabilidade.

2 Referencial Teórico

2.1 Motivações para o ESG

O termo ESG refere-se a três critérios centrais usados para medir a sustentabilidade e o impacto ético de um investimento em uma empresa. É uma estrutura que considera questões ambientais (*Environmental*), sociais (*Social*) e de governança (*Governance*) para avaliar o impacto e a sustentabilidade das operações de empresas (Elkington, 1998; Friede, Busch, & Bassen, 2015). O conceito ESG envolve práticas que vão além do simples cumprimento de leis e regulamentações, buscando impactar positivamente a sociedade e o meio ambiente, mantendo uma governança corporativa sólida (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014; Schramade, 2016, Matos, 2020).

A relevância do ESG está crescendo tanto em mercados desenvolvidos quanto em mercados emergentes, mas as motivações e as práticas podem variar consideravelmente entre essas regiões. Segundo Schoenmaker e Schramade (2018), enquanto investidores em mercados desenvolvidos frequentemente veem o ESG como uma forma de gestão de riscos e oportunidades de longo prazo, em mercados emergentes as práticas ESG são muitas vezes impulsionadas por pressões regulatórias e sociais.

Além disso, estudos como o de Liang e Renneboog (2017) mostram que, em mercados emergentes, as iniciativas ESG podem ser influenciadas por necessidades locais específicas, como a melhoria das condições sociais e ambientais críticas, em contraste com os mercados desenvolvidos, em que a ênfase pode estar mais na transparência e na governança corporativa. Estudos têm mostrado que empresas com práticas ESG consistentes tendem a apresentar melhor desempenho financeiro e menor risco operacional (Surroca, Tribo & Waddock, 2010; Lins et al., 2017; Lu et al., 2024). Segundo Alareeni e Hamdan (2020), analisando o impacto do ESG no desempenho das empresas listadas no S&P 500, há uma correlação positiva entre as práticas de ESG e o desempenho financeiro.

Aouadi e Marsat (2018) concluíram que controvérsias relacionadas ao ESG têm um impacto negativo significativo sobre o valor das empresas, enfatizando a importância da gestão de riscos ESG para a manutenção da valorização de mercado. Garcia, Mendes-da-Silva e Orsato (2017) encontraram evidências de que indústrias sensíveis, como aquelas ligadas a recursos naturais, tendem a apresentar melhor desempenho em métricas ESG em mercados emergentes, o que pode ser resultado de pressões regulatórias e sociais.

Narula et al. (2024) exploraram a relação entre os scores ESG e o desempenho das empresas em mercados emergentes, concluindo que práticas ESG robustas podem levar a um melhor desempenho financeiro mesmo em ambientes de mercado menos desenvolvidos. Isso sugere que as empresas que adotam essas práticas tendem a ser mais valorizadas pelos investidores, refletindo um melhor desempenho no mercado de ações.

Apesar do crescente volume de pesquisas sobre ESG, poucos estudos abordam de forma comparativa os efeitos dos determinantes ESG (ambientais, sociais e de governança) no desempenho corporativo entre países desenvolvidos e emergentes. Entretanto, é necessário aprofundar a discussão sobre diferenças entre países desenvolvidos e em desenvolvimento em relação aos critérios ESG, assim como identificar tendências e fatores que possam explicar essas diferenças, oferecendo insights relevantes para investidores, formuladores de políticas e gestores empresariais. Diante disso, apresenta-se a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: Os determinantes ESG têm impacto positivo significativo no desempenho corporativo de empresas durante o período de 2018 a 2023.

Essa hipótese explora a relação entre práticas ESG e desempenho financeiro, sugerindo que empresas que adotam melhores práticas de governança, ambientais e sociais tendem a alcançar melhores resultados. A hipótese visa investigar o impacto das determinantes ESG no desempenho corporativo nas empresas da amostra pesquisada ao longo de um período de seis anos (2018-2023). Os determinantes ESG referem-se a políticas e práticas relacionadas a meio ambiente, responsabilidade social e governança corporativa (McGuire, Sundgren & Schneeweis, 1988). O estudo compara a adoção e o impacto dessas práticas em diferentes contextos, visando compreender como as prioridades e os resultados empresariais variam conforme o ambiente econômico.

2.2 Impacto do ESG no desempenho financeiro

O desempenho corporativo é frequentemente medido por métricas financeiras, como retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e valor de mercado (Q de Tobin). No entanto, há um crescente interesse em investigar como fatores não financeiros, como práticas de ESG, influenciam esses indicadores (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Alareeni & Hamdan, 2020; Sun, Zhao & Cao, 2024, 2024; Işık et al. 2024).

Barnett e Salomon (2012) exploraram a relação entre desempenhos social e financeiro, descobrindo que empresas com práticas sociais mais robustas tendem a apresentar melhor desempenho financeiro, mas com uma relação não linear que sugere que os benefícios podem variar dependendo da intensidade das práticas de ESG.

Buallay (2019) investigou os efeitos da divulgação de relatórios de sustentabilidade no desempenho das empresas e concluiu que há uma correlação positiva entre a transparência nas práticas de ESG e o desempenho financeiro, destacando a importância da comunicação eficaz com os stakeholders.

Além disso, estudos destacam a resiliência das empresas com fortes práticas de ESG durante crises financeiras. Lins et al. (2017) descobriram que empresas com altos níveis de responsabilidade social corporativa (RSC) apresentaram melhor desempenho durante a crise financeira de 2008-2009, atribuindo isso a uma maior confiança e lealdade dos stakeholders. Da mesma forma, Albuquerque, Koskinen e Zhang (2019) mostraram que as empresas com práticas ESG apresentaram menor volatilidade e melhores retornos durante a crise financeira global, sugerindo que práticas ESG atuam protegendo contra riscos financeiros.

Friede et al. (2015) conduziram uma meta-análise abrangente com mais de 2.000 estudos empíricos e concluíram que a maioria encontrou uma relação positiva entre práticas ESG e desempenho financeiro. Esse corpo de evidências sugere que as práticas de ESG não são apenas uma questão de conformidade regulatória ou responsabilidade social, mas também são uma estratégia de gestão de risco e uma fonte de vantagem competitiva sustentável. Chen, Song e Gao (2023) corroboram ao demonstrar que o desempenho ESG está positivamente correlacionado com o desempenho financeiro corporativo, especialmente em empresas de grande porte e em contextos de alto risco.

Durante a pandemia de covid-19, evidências adicionais surgiram sobre a importância das práticas ESG. Albuquerque et al. (2020) descobriram que as empresas com fortes práticas ESG apresentaram maior resiliência em termos de desempenho no mercado de ações durante a

pandemia, reforçando a ideia de que a adoção de práticas sustentáveis e responsáveis pode ajudar as empresas a sobreviverem melhor em tempos de crise.

Embora muitos estudos, como os de Friede et al. (2015), indiquem uma correlação positiva entre práticas ESG e desempenho financeiro, outros, como os de Barnett e Salomon (2012), sugerem que os benefícios podem variar dependendo da intensidade e da qualidade das práticas. Elamer e Boulhaga (2024) acrescentam uma camada importante nessa discussão ao fornecerem evidências empíricas sobre a interação entre controvérsias ESG e o desempenho corporativo. Eles destacam que a governança corporativa eficaz e as práticas ESG robustas desempenham papel crucial na mitigação dos impactos negativos das controvérsias ESG, sendo importante a adoção, mas também sua integração na estratégia corporativa.

Aboud e Diab (2018) mostraram que as divulgações ESG podem aumentar o valor das empresas no Egito, indicando que a adoção de práticas sustentáveis não é apenas benéfica em mercados desenvolvidos, mas também em economias emergentes. Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) destacaram que as empresas multinacionais da América Latina que adotam práticas ESG obtiveram desempenho financeiro melhorado, especialmente quando diversificam geograficamente.

Diante desse contexto, surge a necessidade de uma análise abrangente e comparativa dos impactos dos determinantes ESG no desempenho corporativo, especialmente em países desenvolvidos e em países emergentes. Assim, obtém-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2: Os impactos dos determinantes ESG no desempenho corporativo variam entre países desenvolvidos e emergentes.

Nesta hipótese de pesquisa, o foco está em investigar como os determinantes ESG influenciam no desempenho das empresas em diferentes contextos econômicos (países desenvolvidos e países emergentes) ao longo de um período de seis anos (2018-2023). Esta hipótese reconhece que diferenças econômicas, culturais e regulatórias entre países desenvolvidos e emergentes podem influenciar a relevância e a eficácia das práticas ESG. Os determinantes ESG podem incluir políticas e práticas relacionadas a sustentabilidade ambiental, responsabilidade social, diversidade e transparência corporativa (Elkington, 1998; Friede et al., 2015).

3 Procedimentos Metodológicos

Foram realizadas análises estatísticas utilizando dados financeiros e informações de divulgação ESG de empresas localizadas em países desenvolvidos e emergentes no período de 2018 a 2023 (Figura 1). Os países analisados foram segmentados com base em sua classificação econômica conforme discriminado pela *MSCI Market Classification*, em 2023, que avalia os mercados de ações em todo o mundo para determinar se devem ser classificados como mercados desenvolvidos, emergentes, fronteiriços ou independentes, considerando aqueles com maior representatividade em desempenho ESG e atividade corporativa. Entre os países desenvolvidos, destacam-se Estados Unidos, Japão, Reino Unido, Canadá e Austrália, enquanto os países emergentes incluem Brasil, China, Índia, entre outros. Os setores investigados, de acordo com a classificação GICS (*Global Industry Classification Standard*), abrangem Tecnologia da Informação, Finanças, Bens Não Essenciais, Industriais e Serviços de Saúde (Figura 2), devido à sua significativa contribuição para os indicadores ESG.

A amostra incluiu 2.546 empresas (15.276 observações), distribuídos em diferentes países, (Figura 1), em diferentes setores da indústria (Figura 2), selecionadas com base em critérios de capitalização de mercado e disponibilidade de dados ESG completos, totalizando

Washington Romão dos Santos, Michele Monteiro Lirio Maria, Vinícius Costa da Silva Zonatto, Elizeu Maria Junior e Donizete Reina

15.276 observações. Utilizando regressões lineares múltiplas, conforme metodologias propostas por Fávero e Belfiore (2024), a análise examina como práticas ESG influenciam indicadores de desempenho como o retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), e o Q de Tobin variáveis já utilizadas em estudos similares (Ahmad et al., 2024; Kalia & Aggarwal, 2023; Kumar & Firoz, 2022; Naeem et al., 2022). Além disso, foram consideradas variáveis como tamanho da empresa (TAM), alavancagem (ALAV) e crescimento das vendas (CRES).

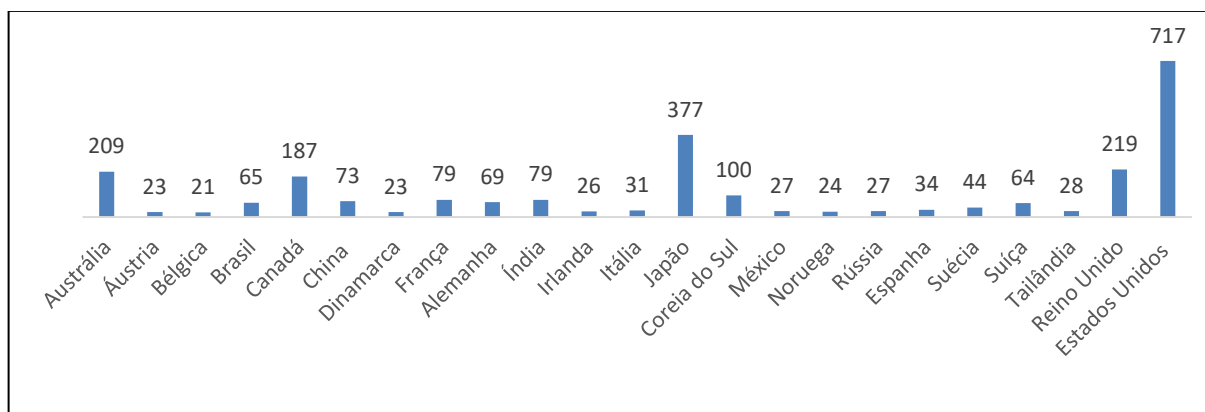


Figura 1 Distribuição por país na amostra.

Fonte: dados da pesquisa

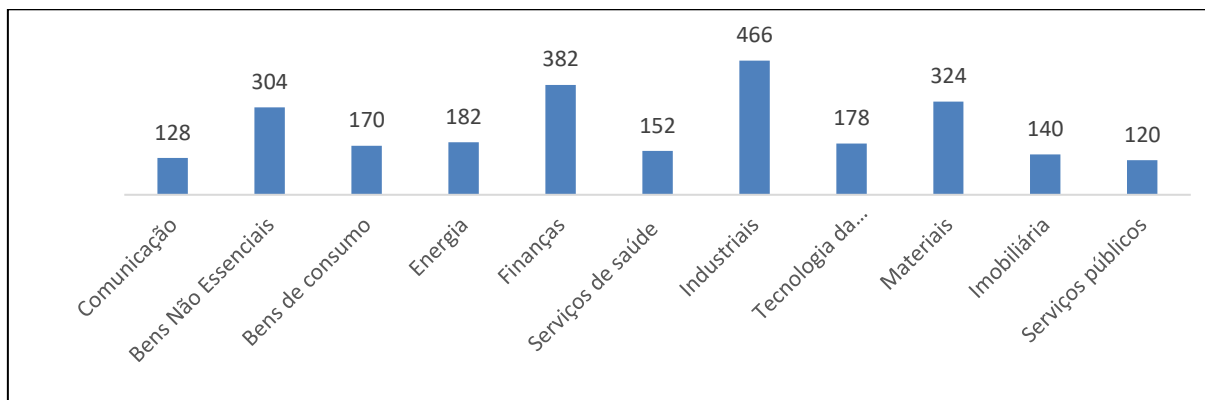


Figura 2 Distribuição por setor da indústria na amostra.

Fonte: dados da pesquisa

A coleta de dados foi realizada na plataforma *Refinitiv Eikon*, referente ao período de 2018 a 2023 pelo fato de neste período encontrar-se o maior número de observações válidas por país em relação as variáveis necessárias para a pesquisa. A escolha da *Refinitiv Eikon* justifica-se por se tratar de uma das principais plataformas globais de informações financeiras e corporativas, sendo amplamente utilizada em pesquisas acadêmicas e por profissionais do mercado, oferecendo dados históricos, padronizados e comparáveis entre empresas, setores e países. Apesar da limitação em relação a dependência de uma única fonte de dados, a diversidade de setores econômicos na amostra permite considerar a heterogeneidade dos mercados analisados.

A análise dos dados foi realizada por meio de regressão linear múltipla, conduzida em duas etapas. Na primeira etapa, foi avaliada a amostra geral, composta por todas as empresas, para examinar a relação entre práticas ESG e desempenho corporativo. Foram utilizadas duas

equações de regressão: uma considerando a pontuação ESG combinada e outra com os fatores ESG separados. Na segunda etapa, as empresas foram divididas em dois grupos, de acordo com o contexto econômico dos países de origem (desenvolvidos e emergentes). As análises de regressão foram repetidas para cada grupo, possibilitando comparações significativas entre os dois contextos.

Os modelos econométricos analisados por meio de regressão são apresentados pelas seguintes equações:

Com a pontuação ESG combinada:

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1.ESG_score_{i,t} + \beta_2.TAM_{i,t} + \beta_3.ALAV_{i,t} + \beta_4.CRE_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1.ESG_score_{i,t} + \beta_2.TAM_{i,t} + \beta_3.ALAV_{i,t} + \beta_4.CRE_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$TOBIN_Q_{i,t} = \alpha + \beta_1.ESG_score_{i,t} + \beta_2.TAM_{i,t} + \beta_3.ALAV_{i,t} + \beta_4.CRE_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

Com os fatores ESG separados:

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1.E_score_{i,t} + \beta_2.S_score_{i,t} + \beta_3.G_score_{i,t} + \beta_4.TAM_{i,t} + \beta_5.ALAV_{i,t} + \beta_6.CRE_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1.E_score_{i,t} + \beta_2.S_score_{i,t} + \beta_3.G_score_{i,t} + \beta_4.TAM_{i,t} + \beta_5.ALAV_{i,t} + \beta_6.CRE_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

$$TOBIN_Q_{i,t} = \alpha + \beta_1.E_score_{i,t} + \beta_2.S_score_{i,t} + \beta_3.G_score_{i,t} + \beta_4.TAM_{i,t} + \beta_5.ALAV_{i,t} + \beta_6.CRE_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

Na Tabela 1, a seguir, são apresentadas todas as definições de variáveis.

Tabela 1

Definição das variáveis

Variáveis	Métrica	Operacionalização
ROA	Retorno sobre Ativos	Lucro líquido dividido pelo ativo total.
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido.
TOBIN_Q	Q de Tobin	Razão entre o valor de mercado da firma e o valor de reposição dos seus ativos.
ESG_score	Ambiental, social e de governança	Pontuação ESG combinado.
E_score	Ambiental	Pontuação ambiental das empresas da amostra.
S_score	Social	Pontuação social das empresas da amostra.
G_score	Governança corporativa	Pontuação de governança da amostra.
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural dos ativos totais.
ALAV	Alavancagem	Soma entre passivo circulante e o passivo não circulante.
CRE	Crescimentos de vendas	Variação percentual da receita de vendas.

Fonte: dados da pesquisa.

Onde: **ROA_{it}**: retorno sobre o ativo no ano t para empresa i, definido como o lucro antes dos itens extraordinários dividido pelo ativo total; **ROE_{it}**: retorno sobre o Patrimônio Líquido no ano t para empresa i, definido como o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido; **Q'Tobin**

it : Q de Tobin no ano t para empresa i , definido como a razão entre o valor de mercado da firma e o valor de reposição dos seus ativos; E_score_{it} : Ambiental no ano t para empresa i , definido como a pontuação ambiental das empresas da amostra; S_score_{it} : Social no ano t para empresa i , definido como a pontuação social das empresas da amostra; G_score_{it} : Governança corporativa no ano t para empresa i , definido como a pontuação de governança da amostra; ESG_score_{it} : fatores ambiental, social e de governança no ano t para empresa i , definido como a pontuação combinada dos fatores individuais (ambiental, social e de governança).

TAM_{it} : tamanho da empresa no ano t para empresa i , definido como logaritmo natural dos ativos totais; $ALAV_{it}$: alavancagem no ano t para empresa i , definida como razão entre passivo exigível e passivo total; CRE_{it} : crescimento das vendas no ano t para empresa i , definido como variação percentual da receita de vendas; e ε_{it} : termo de erro.

4 Resultados e Análises

4.1 Estatística descritiva e correlação

Para avaliar o comportamento dos dados, foi realizada uma análise descritiva, cujos resultados estão apresentados na Tabela 2. Esta tabela destaca as características das variáveis da amostra. O Retorno sobre Ativos (ROA) apresenta uma média de 0,061 e um desvio padrão de 0,082, indicando retornos majoritariamente positivos e uma variação moderada entre as empresas. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mostra uma média de 0,119 e um elevado desvio padrão de 0,147, sugerindo grande heterogeneidade entre as empresas. A razão Q de Tobin tem uma média de 1,529 e um desvio padrão de 1,467, refletindo ampla dispersão, enquanto a pontuação ESG possui uma média de 59,996 e um desvio padrão de 18,009.

O tamanho das empresas (TAM) demonstra homogeneidade, com uma média de 24,66 e um desvio padrão de 1,508. A alavancagem (ALAV) apresenta uma média de 1,010 e um desvio padrão elevado de 1,943, refletindo grande variabilidade entre as empresas. O Crescimento de Vendas (CRE) tem uma média de 0,136 e um desvio padrão de 0,253, indicando alta variabilidade nos dados. Esses resultados destacam a importância das variáveis na análise do desempenho corporativo, evidenciando padrões e dispersões que podem informar decisões estratégicas e de investimento.

Tabela 2

Estatística descritiva

Variáveis contínuas	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
ROA	0.061	0.050	0.082	-1.139	2.437
ROE	0.119	0.107	0.147	-0.203	0.459
TOBIN_Q	1.529	1.018	1.467	0.107	8.770
ESG_score	59.996	62.438	18.009	11.410	90.575
E_score	56.728	61.322	25.115	0.000	95.803
S_score	61.394	64.348	21.452	6.468	95.779
G_score	59.887	62.900	20.882	10.013	94.779
TAM	24.660	24.618	1.508	20.829	28.478

Washington Romão dos Santos, Michele Monteiro Lirio Maria, Vinícius Costa da Silva Zonatto, Elizeu Maria Junior e Donizete Reina

ALAV	1.010	0.607	1.943	-6.200	11.309
CRE	0.136	0.110	0.253	-0.509	1.174

Fonte: dados da pesquisa.

No presente estudo, foram realizados diversos testes estatísticos com o objetivo de validar as premissas dos modelos de regressão aplicados. Entre os testes empregados, destacam-se o Teste *F* para efeitos individuais, o Teste de Breusch-Pagan para detecção de efeitos aleatórios, e o Teste de *Hausman* para a comparação entre modelos de efeitos fixos e aleatórios.

O Teste *F* para efeitos individuais revelou a presença de efeitos significativos entre as unidades observacionais, sugerindo que as diferenças intrínsecas entre as empresas devem ser incorporadas aos modelos. A aplicação do Teste de *Breusch-Pagan* indicou a existência de efeitos aleatórios relevantes, demonstrando a importância de modelar adequadamente a variabilidade entre as unidades amostrais.

Para decidir entre modelos de efeitos fixos e aleatórios, foi realizado o Teste de *Hausman*, cujos resultados indicaram uma preferência pelos modelos de efeitos fixos. Este achado sugere que os modelos de efeitos aleatórios podem ser inconsistentes na captura das relações subjacentes entre as variáveis, comprometendo a validade das inferências. Segundo Wooldridge (2010), embora esse teste seja amplamente utilizado na literatura para tal finalidade, reconhece-se que este modelo pode apresentar limitações, como viés sob determinadas condições, incluindo heterocedasticidade ou erros de especificação. Diante disso, a escolha pelos modelos de efeitos fixos é respaldada por estudos anteriores que destacam sua robustez na presença de correlação entre efeitos não observáveis e as variáveis explicativas, especialmente em contextos em que se busca controlar características invariantes no tempo (BALTAGI, 2008).

Adicionalmente, foram conduzidos testes de autocorrelação dos resíduos por meio do Teste de *Breusch-Godfrey* os quais evidenciaram a presença significativa de autocorrelação, particularmente nos modelos de efeitos aleatórios. A detecção de autocorrelação nos resíduos implica potencial violação da suposição de independência dos erros, o que pode impactar negativamente as inferências estatísticas.

Por fim, a multicolinearidade entre os preditores foi examinada usando o fator de inflação da variância (VIF). No presente estudo, os valores do VIF para ESG (1,25), E (2,01), S (1,94), G (1,19), TAM (1,28), ALAV (1,02) e CRE (1,00) estão todos abaixo de 3, sugerindo ausência de multicolinearidade significativa entre as variáveis independentes. Isso garante que as estimativas dos coeficientes não sejam distorcidas devido à colinearidade entre os preditores.

A análise foi conduzida com uma amostra robusta de 9.846 observações, o que aumenta a precisão das estimativas e a potência dos testes estatísticos (Fávero & Belfiore, 2024). A grande amostra também ajuda a mitigar os efeitos adversos de eventuais violações das suposições dos modelos de regressão, proporcionando resultados mais confiáveis.

Tabela 3

Matriz de Correlação dos Dados.

	ROA	ROE	TOBIN_Q	ESG	TAM	ALAV	CRE
ROA	1						
ROE	0.487	1					
TOBIN_Q	0.512	0.318	1				
ESG	0.043**	0.096*	0.014***	1			

Washington Romão dos Santos, Michele Monteiro Lirio Maria, Vinícius Costa da Silva Zonatto, Elizeu Maria Junior e Donizete Reina

TAM	-0.112*	0.05**	-0.217**	0.445	1		
ALAV	-0.128*	0.144*	-0.099**	0.039**	0.165*	1	
CRE	0.134*	0.135*	0.083*	-0.085**	-0.020**	0.004***	1

Nota: *, **, *** Indica significância estatística nos níveis de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: dados da pesquisa.

Foi observada correlação entre TAM e ALAV (0,165), indicando que empresas maiores tendem a ser mais alavancadas. No entanto, tanto TAM quanto ALAV mostraram correlação insignificante com CRE (-0,020 e 0,004, respectivamente), sugerindo que o tamanho da empresa e o nível de alavancagem não influenciam diretamente o crescimento das vendas.

Para avaliar a pontuação ESG combinada e os fatores separados, este estudo utilizou seis modelos de regressão linear para investigar o impacto das práticas ESG (Ambiental, Social e Governança), tamanho da empresa (TAM), alavancagem (ALAV) e crescimento das vendas (CRE) sobre três indicadores financeiros: Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Q de Tobin. Os resultados são apresentados na Tabela 4.

O primeiro modelo evidenciou que a pontuação ESG combinada exerce um impacto positivo e significativo sobre o ROA. Isso sugere que práticas ESG mais robustas estão associadas a um aumento no desempenho operacional das empresas. Em contrapartida, o TAM apresentou um efeito negativo significativo, indicando que empresas maiores tendem a apresentar um menor retorno sobre ativos. A ALAV mostrou uma relação positiva, embora fraca, enquanto o CRE também teve um efeito positivo, com um coeficiente de 0,002. O modelo registrou um R² ajustado de 0,037, revelando que essas variáveis explicam apenas uma pequena proporção da variação no ROA.

No segundo modelo, que analisou o ROE, algumas variáveis independentes demonstraram significância estatística. A pontuação ESG teve um coeficiente positivo e significativo, indicando que práticas ESG estão associadas a um aumento no ROE. Além disso, as variáveis ALAV e CRE também mostraram significância estatística positiva, sugerindo que empresas mais alavancadas e com maior crescimento de vendas tendem a ter um maior retorno sobre o patrimônio líquido. Por outro lado, o TAM não foi significativo.

Tabela 4

Síntese dos modelos de Regressão.

	Modelo 1 ROA	Modelo 2 ROE	Modelo 3 TOBIN_Q	Modelo 4 ROA	Modelo 5 ROE	Modelo 6 TOBIN_Q
Tipo	Combinado	Combinado	Combinado	Separado	Separado	Separado
Intercepto	0.224***	0.091*	7.274	0.210	0.070*	6.878***
ESG	0.001***	0.001***	0.011***	-	-	-
TAM	-0.008***	0.045*	-0.263***	-0.007***	-0.001	-0.245***
ALAV	-0.005***	0.011***	-0.045***	-0.005***	0.011***	-0,047***
CRE	0.046**	0.083***	0.000***	0.035***	0.082***	0.488***
E	-	-	-	-0.000	-0.000*	-0.005***
S	-	-	-	0.000***	0.000***	0.017***
G	-	-	-	0.001**	0.104	-0.0007
R² Ajustado	0.055	0.049	0.074	0.057	0,053	0.093
F-Statistics	172.3***	155.0***	237.5***	119.3***	111,5***	203,1***

Revista Ambiente Contábil - UFRN – Natal-RN. v. 18, n. 1, p. 215 – 234, Jan./Jun., 2026, ISSN 2176-9036.

Nota: *, **, *** Indica significância estatística nos níveis de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: *dados da pesquisa.*

O terceiro modelo, que analisou o Q de Tobin, revelou que as variáveis ESG, TAM, ALAV e CRE são significativamente associadas ao Q de Tobin. A pontuação ESG apresentou um efeito positivo e altamente significativo (0,011), sugerindo que práticas ESG mais robustas estão associadas a um maior valor de mercado das empresas em relação aos seus ativos. O TAM teve um efeito negativo e significativo, indicando que empresas maiores tendem a ter um menor Q de Tobin. A ALAV teve efeito significativo, mas com um impacto menor e negativo (-0,045). O R² ajustado indica contribuição modesta, mas relevante, da variação no Q de Tobin.

O modelo 4, que considerou os fatores ESG separadamente, revelou que os fatores E (Ambiental) e S (Social) têm efeitos positivos e significativos sobre o ROA, enquanto o fator G (Governança) não apresentou significância estatística. Esses resultados sugerem que práticas ambientais e sociais mais fortes podem estar associadas a um melhor desempenho operacional das empresas. O tamanho da empresa (TAM) continuou a mostrar um efeito negativo, corroborando a hipótese de que empresas maiores tendem a ter um menor ROA. O crescimento das vendas (CRE) manteve sua significância positiva, indicando que empresas com maior crescimento de vendas tendem a apresentar melhores desempenhos operacionais.

No modelo 5, que analisou o ROE com os fatores ESG separados, os fatores E, S, e G apresentaram diferentes níveis de significância. O fator E (Ambiental) demonstrou uma leve significância negativa, enquanto o fator S (Social) mostrou uma significância positiva e robusta. Por outro lado, o fator G (Governança) não se mostrou significativo. Esse resultado sugere que, embora alguns aspectos das práticas ESG, como o componente social, possam influenciar o ROE, o modelo como um todo, com um R² ajustado de apenas 0,053, apresenta uma capacidade limitada de prever o ROE com base nas variáveis consideradas. Isso reflete a complexidade e, possivelmente, a inadequação de usar o ROE como medida de impacto direto das práticas ESG.

O último modelo, que analisou o Q de Tobin com os fatores ESG separados, mostrou que os fatores E (Ambiental) e S (Social) têm efeitos significativos sobre o Q de Tobin, com o E tendo um impacto negativo e o S um impacto positivo. O fator G (Governança) não apresentou significância estatística. O tamanho da empresa (TAM) e a alavancagem (ALAV) foram novamente significativos, com o TAM apresentando um efeito negativo.

Os resultados do estudo indicam que as práticas ESG impactam de forma variável os indicadores de desempenho financeiro. O impacto é positivo para o ROA e o Q de Tobin, especialmente através dos fatores ambiental e social, mas é menos evidente para o ROE. A inclusão de variáveis como o tamanho da empresa e a alavancagem também se mostrou importante, embora com variações no impacto.

4.2 Análise do modelo de regressão

Os dados revelam uma variação significativa no impacto das práticas ESG sobre o desempenho financeiro, dependendo da intensidade e qualidade dessas práticas, corroborando o estudo de Barnett e Salomon (2012). Empresas com práticas ESG mais robustas, especialmente aquelas focadas em questões ambientais e sociais, mostraram uma correlação positiva com métricas como ROA e Q de Tobin. Esse achado é consistente com os resultados de Chen et al. (2023), que sugerem que o impacto positivo das práticas ESG é maior em empresas de grande porte e em contextos de alto risco. Essa variação sublinha a importância da qualidade na implementação das práticas ESG para maximizar os benefícios financeiros.

Comparado com o estudo de Narula et al. (2024), que encontrou um impacto maior das práticas ESG em mercados emergentes, o presente estudo, realizado em um contexto mais amplo, mostrou um efeito menor. Isso destaca a importância de considerar o contexto específico das empresas ao avaliar as práticas ESG. Com base nos resultados apresentados no estudo, não foi observada diferença significativa entre os dois modelos. Dessa forma, a escolha entre utilizar modelos combinados ou modelos separados (que analisam os fatores E, S e G individualmente) pode ser considerada discricionária, dependendo dos objetivos específicos da análise.

Tabela 5

Modelo comparando países desenvolvidos e emergentes.

Desenvolvidos						
Modelo	Intercept	ESG	TAM	ALAV	CRE	R²
ROA - ESG Combinado	0,221	0.000***	-0.007***	-0.004***	0.047***	0,052
ROE - ESG Combinado	0,08	0.000***	-0.001	0.012***	0.083***	0,053
TOBIN_Q - ESG Combinado	6,506	0.010***	-0.228***	-0.040***	0.568***	0,060
Emergentes						
Modelo	Intercept	ESG	TAM	ALAV	CRE	R²
ROA - ESG Combinado	0,218	0.000***	-0.008***	-0.004***	0.030***	0,068
ROE - ESG Combinado	0,234	0.001***	-0.006*	0.003*	0.082***	0,040
TOBIN_Q - ESG Combinado	13,77	0.019***	-0.534***	-0.086***	0.222	0,231

Nota: *, **, *** Indica significância estatística nos níveis de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: dados da pesquisa.

Com o objetivo de aprofundar a análise e avaliar como as determinantes ESG diferem entre empresas em países desenvolvidos e emergentes, a amostra foi dividida em duas subamostras: uma composta por empresas de países desenvolvidos e outra por empresas de países emergentes. Optou-se por utilizar o modelo ESG combinado nas três regressões aplicadas a ambas as subamostras. Na Tabela 5, são apresentados os coeficientes e métricas dos modelos de regressão linear para empresas em países desenvolvidos e emergentes, analisando as diferenças nas determinantes ESG. Observa-se que o impacto das práticas ESG varia substancialmente entre países desenvolvidos e emergentes, refletindo as diferenças nos contextos econômicos e regulatórios desses mercados.

Nos países desenvolvidos, como Estados Unidos e Europa, o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro é relativamente moderado. O modelo para o ROA, por exemplo, apresenta um coeficiente ESG significativo e um R² de 0,052, sugerindo uma contribuição limitada dessas práticas no desempenho operacional. De forma semelhante, o modelo para o ROE, indica baixo poder explicativo. O Q de Tobin, que reflete a valorização de mercado, apresenta coeficiente ESG significativo e R² de 0,060, apontando para uma valorização pelo mercado que, embora presente, ainda é restrita.

Em contraste, nos países emergentes, como Brasil e Índia, o impacto das práticas ESG é significativamente mais forte. O modelo para o ROA mostra um coeficiente ESG significativo e um R² de 0,068, indicando uma influência mais marcante dessas práticas no desempenho operacional das empresas. O modelo para o ROE, apesar de também mostrar um impacto moderado, apresenta um coeficiente ESG significativo e um R² de 0,040, sugerindo um impacto relativamente maior em mercados emergentes.

Um dos achados mais notáveis do estudo é que, em países emergentes, o Q de Tobin apresenta um coeficiente ESG significativo e um R^2 de 0,231, indicando que 23,1 % da variação na valorização de mercado das empresas pode ser explicada pelas práticas ESG. Isso demonstra que o mercado valoriza consideravelmente as práticas ESG nesses contextos, destacando a importância das práticas sustentáveis como um fator essencial para a valorização das empresas. Em contraste, nos mercados desenvolvidos, o Q de Tobin apresenta um coeficiente ESG significativo, mas com um R^2 de apenas 0,060, sugerindo que apenas 6 % da variação na valorização de mercado está relacionada às práticas ESG, indicando uma valorização menos expressiva nesses ambientes.

Esses achados corroboram a literatura existente, que argumenta que as práticas ESG são adotadas por diferentes motivações, dependendo dos contextos econômico e regulatório. Em mercados desenvolvidos, conforme destacado por Schoenmaker e Schramade (2018), as práticas ESG são frequentemente motivadas pela gestão de riscos e pela busca de oportunidades de longo prazo, o que pode explicar o impacto mais moderado observado nesses países. Em contraste, em mercados emergentes, como discutido por Narula et al. (2024), as práticas ESG são frequentemente impulsionadas por pressões regulatórias e sociais, resultando em uma maior valorização dessas práticas pelo mercado.

Além disso, diferenças na estrutura de mercado e no acesso ao capital também desempenham um papel crucial na variação do impacto das práticas ESG. Em mercados desenvolvidos, onde o acesso ao capital é mais amplo e menos dependente de práticas ESG, o impacto dessas práticas no desempenho financeiro tende a ser mais moderado. Já em mercados emergentes, onde o acesso ao capital pode ser mais restrito, a adoção de práticas ESG pode melhorar significativamente a percepção dos investidores e facilitar o acesso a recursos financeiros, como sugerido por Aras, Aybars e Kutlu (2010). Isso se reflete em uma maior valorização de mercado e em impactos mais positivos no desempenho financeiro.

Esses resultados desafiam a noção de que o impacto das práticas ESG é uniformemente positivo, como sugerido por Friede, Busch e Bassen (2015), ao mostrarem que os contextos econômico e regulatório desempenham um papel crucial na eficácia das práticas ESG. Em mercados emergentes, onde as práticas ESG podem ser vistas como um diferencial competitivo significativo, sua implementação pode resultar em ganhos substanciais tanto no desempenho corporativo quanto na valorização de mercado. Portanto, ao planejar estratégias de investimento e gestão, é fundamental considerar o ambiente específico em que a empresa opera para maximizar o impacto positivo das práticas ESG.

A diferença de impacto observada entre países desenvolvidos e países emergentes ressalta a importância de adaptar estratégias de investimento e gestão ao contexto econômico e regional. Reconhecer que as práticas ESG desempenham papéis variados, dependendo do ambiente regulatório e das expectativas sociais locais, reforça a necessidade de abordagens contextualizadas ao planejar estratégias empresariais.

5 Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo comparar o impacto dos fatores ESG (ambientais, sociais e de governança) no desempenho operacional, financeiro e de mercado de empresas em mercados desenvolvidos e emergentes entre 2018 e 2023. Para tanto, foram utilizadas análises estatísticas de dados de empresas em diversos países, tanto desenvolvidos quanto emergentes, buscando identificar padrões e diferenças significativas na valorização e no impacto das práticas ESG entre esses mercados.

Os resultados sugerem que a importância atribuída aos fatores ESG varia substancialmente entre empresas de países desenvolvidos e de países emergentes. Em particular, os coeficientes associados aos fatores ESG, como observados no Q de Tobin, são mais elevados em países emergentes. Isso indica que, nesses mercados, as práticas ESG são mais valorizadas, possivelmente refletindo uma percepção de que tais práticas oferecem benefícios potenciais mais significativos ou uma resposta a pressões sociais e regulatórias mais intensas.

A análise revelou que os determinantes ESG têm impactos diferenciados no desempenho das empresas, dependendo do contexto econômico. Em mercados emergentes, os coeficientes das variáveis ESG são geralmente mais altos, especialmente em relação ao Q de Tobin, sugerindo que o mercado reconhece e valoriza de forma mais acentuada essas práticas. Em contrapartida, nos países desenvolvidos, a influência das práticas ESG sobre métricas como o ROE é menos pronunciada, com alguns modelos mostrando pouca ou nenhuma relação consistente. Esse contraste sugere que, embora as práticas ESG sejam reconhecidas como valiosas, seu impacto pode variar conforme o contexto econômico e o mercado.

As práticas ESG são associadas a uma maior resiliência e capacidade de recuperação das organizações durante crises econômicas. O estudo indica que empresas com práticas ESG robustas tendem a responder melhor em períodos de crise, beneficiando-se de maior confiança dos investidores e de outros stakeholders, além de uma gestão de riscos mais eficiente. Isso é mais evidente em mercados emergentes, onde a valorização dos fatores ESG está correlacionada com uma maior estabilidade e continuidade dos negócios em tempos de incerteza econômica.

Em síntese, os critérios ESG são cruciais e devem ser integrados na análise de investimentos, mas é igualmente essencial que sejam complementados por uma análise financeira abrangente para uma avaliação completa de riscos e retornos. Investidores focados em sustentabilidade e responsabilidade social devem estar cientes de que, embora as práticas ESG possam oferecer benefícios não financeiros substanciais, seu impacto nos retornos financeiros pode variar consideravelmente, dependendo do contexto econômico.

Embora os modelos forneçam *insights* importantes sobre a relação entre fatores ESG e desempenho financeiro, a heterocedasticidade e a autocorrelação dos resíduos indicam que os modelos podem ser aprimorados. A inclusão de variáveis adicionais e qualitativas podem aumentar a robustez dos modelos. Apesar de o estudo utilizar variáveis de controle como tamanho da empresa, alavancagem e crescimento de vendas, reconhece-se a limitação de não incluir outras variáveis como índices de liquidez, custo de capital, risco e lucro por ação. Essas variáveis podem influenciar o desempenho financeiro e serão consideradas em pesquisas futuras. Futuras pesquisas, ainda, podem considerar o impacto de políticas regulatórias e crises econômicas para fornecer orientações práticas valiosas para empresas.

Por fim, as contribuições do presente estudo concentram-se no avanço da literatura ao ampliar o escopo de análise para múltiplos países, com foco comparativo entre mercados desenvolvidos e emergentes. A análise individual dos fatores ESG e o uso de técnicas econométricas robustas fornecem evidências relevantes para acadêmicos, gestores e formuladores de políticas. Os achados revelam que, em mercados emergentes, as práticas ESG exercem influência mais pronunciada sobre o desempenho corporativo, sugerindo que essas economias podem obter ganhos competitivos ao adotarem tais práticas de forma mais estratégica.

Esse resultado desafia a ideia convencional de que os efeitos do ESG seriam mais fortes em mercados desenvolvidos, indicando que o contexto institucional exerce papel fundamental

na mediação dos impactos ESG. Assim, o estudo destaca que os benefícios do ESG são contingentes à realidade institucional e à maturidade do mercado, o que exige abordagens adaptadas para cada cenário. Os autores reconhecem que, embora o ESG tenha potencial para gerar valor econômico e reputacional, sua eficácia depende diretamente da qualidade da implementação e do alinhamento com os objetivos estratégicos das empresas. Portanto, o presente trabalho oferece uma contribuição teórica e prática ao evidenciar a importância da contextualização regional das métricas ESG e reforça a necessidade de pesquisas futuras que considerem variáveis institucionais e culturais nos estudos sobre sustentabilidade corporativa.

Referências

- Aboud, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>.
- 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*. <https://doi.org/10.1108/jeas-01-2024-0004>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>.
- Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, Article 100326. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100326>.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management science*, 65(10), 4451-4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>.
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance*, 59(3), 229-254. <https://doi.org/10.1108/17410401011023573>.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463. <https://doi.org/10.2307/256210>.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K. J., Sammon, M. C., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742-758. <https://doi.org/10.1093/rapstu/raaa008>.

- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320. <https://doi.org/10.1002/smj.1980>.
- Batalgi, B. H. *Econometric analysis of panel data*. Chichester: John Wiley & Sons, 2008.
- Beloskar, V. D., & Rao, S. N. (2023). Did ESG save the day? Evidence from India during the COVID-19 crisis. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30 (1), 73-107. <https://doi.org/10.1007/s10690-022-09369-5>.
- Buallay, A. (2019). Between cost and value: Investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 481-496. <https://doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0137>.
- Camilleri, M. A. (2021). The market for socially responsible investing: A review of the developments. *Social Responsibility Journal*, 17(3), 412-428. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0194>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>.
- da Gama Pinheiro, R., Gomes de Alencar, F., & de Figueirêdo Junior, H. S. (2024). Impact on the performance of ESG indices: a comparative study in Brazil and international markets. *Applied Economics*, 1-12. <https://doi.org/10.1080/00036846.2024.2342069>.
- Di Tommaso, C., & Thornton, J. (2020). Do ESG scores effect bank risk taking and value? Evidence from European banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(5), 2286-2298. <https://doi.org/10.1002/csr.1964>.
- Díaz, A., Esparcia, C., & López, R. (2022). The diversifying role of socially responsible investments during the COVID-19 crisis: A risk management and portfolio performance analysis. *Economic Analysis and Policy*, 75, 39-60. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.05.001>.
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility—An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16, 450-466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Elamer, A. A., & Boulhaga, M. (2024). ESG controversies and corporate performance: The moderating effect of governance mechanisms and ESG practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(4), 3312-3327. <https://doi.org/10.1002/csr.2749>.

Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37-51.

<https://doi.org/10.1002/tqem.3310080106>.

Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182-192.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2024). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS®, Stata®, R® e Python®* (2ª ed.). Rio de Janeiro: LTC.

Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758-781.

<https://doi.org/10.5465/amj.2011.0744>.

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.

<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.

Friedman, A. L., & Miles, S. (2002). Developing stakeholder theory. *Journal of management studies*, 39(1), 1-21.

<https://doi.org/10.1111/1467-6486.00280>.

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.

<http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>.

Gao, M., & Geng, X. (2024). The role of ESG performance during times of COVID-19 pandemic. *Scientific Reports*, 14(1), 2553.

<https://doi.org/10.1038/s41598-024-52245-7>.

Işık, C., Ongan, S., Islam, H., Sharif, A., & Balsalobre-Lorente, D. (2024). Evaluating the effects of ECON-ESG on load capacity factor in G7 countries. *Journal of Environmental Management*, 360, 121177.

<https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.121177>.

Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, 14(1), 155–176.

<https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>

Kocornik-Mina, Adriana, Thomas K. J. McDermott, Guy Michaels & Rauch, F. (2020). Flooded cities. *American Economic Journal: Applied Economics*, 12(2), 35-66.

<https://doi.org/10.1257/app.20170066>.

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.

<https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i1.4>

Liang, L., & Li, Y. (2023). The double-edged sword effect of organizational resilience on ESG performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 2852-2872.

<https://doi.org/10.1002/csr.2520>.

Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853-910.

<https://doi.org/10.1111/jofi.12487>.

- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>.
- Lu, H., Boyer, M. M., & Kleffner, A. (2024). Corporate Social Responsibility and Directors' and Officers' Liability Risk: The Moderating Effect of Risk Environment and Growth Potential. *Business & Society*, 63(3), 668-711. <https://doi.org/10.1177/000765032311836>.
- Matos, Pedro (2020). ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. *CFA Institute Research Foundation Literature Reviews*, May 2020, ISBN 978-1-944960-97-1. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3668998>.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31(4), 854-872. <https://doi.org/10.2307/256342>.
- Narula, Radhika et al. (2024). ESG scores and firm performance-evidence from emerging market. *International Review of Economics & Finance*, 89, 1170-1184. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.024>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>.
- Park, S. R., & Jang, J. Y. (2021). The impact of ESG management on investment decision: Institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>.
- Santis, S., Albuquerque, A., & Lizarelli, F. (2016). Do sustainable companies have a better financial performance? A study on Brazilian public companies. *Journal of Cleaner Production*, 133, 735-745. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.05.180>.
- Schramade, W. (2016). Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(2), 95-111. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2749626>.
- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2018). *Principles of sustainable finance*. Oxford University Press.
- Sun, Y., Zhao, D., & Cao, Y. (2024). The impact of ESG performance, reporting framework, and reporting assurance on the tone of ESG disclosures: Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Cleaner Production*, 142698. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.142698>.
- Surroca, J., Tribo, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490. <https://doi.org/10.1002/smj.820>.
- Wooldridge, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press, 2010.