



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Janice Ferreira dos Santos

**Impacto das práticas ESG no desempenho econômico de empresas de capital aberto do
setor de vestuário**

Mestrado Profissional em Ciências Contábeis, Controladoria e Finanças

SÃO PAULO

2025

Janice Ferreira dos Santos

**Impacto das práticas ESG no desempenho econômico de empresas de capital aberto do
setor de vestuário**

Dissertação apresentada à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de MESTRE em Ciências Contábeis, Controladoria e Finanças, sob a orientação do Prof. Dr. José Odílio dos Santos.

SÃO PAULO

2025

Autorizo, exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta
Dissertação de Mestrado por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura: Janice Ferreira dos Santos

Data: 02/09/2025

E-mail: janice.fsantos@hotmail.com

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. José Odílio dos Santos
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC-SP

Prof. Dr. José Carlos Marion
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC-SP

Prof. Dr. Marcos Crivelaro
Faculdade de Informática e Administração Paulista - FIAP

Dedico ao meu esposo Adelmo; a meus pais, João e Iraci, e às minhas irmãs, Ivanice e Joanice, por serem os maiores incentivadores durante a minha trajetória em busca por conhecimento e amadurecimento pessoal e profissional.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por tudo que tem me proporcionado. Ao meu esposo Adelmo, por ser um grande incentivador durante a minha busca por conhecimento e amadurecimento pessoal e profissional.

Aos meus queridos pais, João e Iraci, e irmãs, Ivanice e Joanice, pelo apoio sincero.

Aos meus líderes e ex-líderes que tanto contribuíram e agregaram ao meu crescimento pessoal e profissional, em especial ao Roberto Lima, Heider de Aquino e Fátima Honda que contribuíram para meu crescimento pessoal e profissional.

Ao Prof. Dr. José Odálio dos Santos, meu orientador, pelo suporte, apoio e direcionamentos durante a elaboração desta dissertação.

Ao Prof. Dr. Fernando de Almeida Santos, coordenador do curso, pela dedicação ao aprimoramento do ensino superior.

À professora Dra. Elizabeth Borelli, com quem tive a honra de conviver, aprender e publicar trabalhos, deixo a minha sincera gratidão.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato, pela dedicação e generosidade em compartilhar seus conhecimentos e, sobretudo, pela valorosa contribuição ao mercado financeiro durante a sua trajetória profissional.

Ao excelentíssimo mestre, Prof. Dr. José Carlos Marion, o qual tive a honra de ter como membro da banca examinadora. Suas publicações integram a história da Contabilidade no Brasil e é consagrado como referência nesta área.

Ao Prof. Dr. Marcos Crivelaro, pela leitura cuidadosa e pelos apontamentos valiosos para aprimoramento desta pesquisa.

Aos meus colegas do mestrado, por transmitirem conhecimentos; em especial, à Flávia Braga, pela generosidade, incentivo e companheirismo durante a realização deste curso.

“A mente que se abre a uma nova ideia jamais volta ao seu tamanho original.”

(Albert Einstein)

RESUMO

Santos, Janice Ferreira. **Impacto das práticas ESG no desempenho econômico de empresas de capital aberto do setor de vestuário** (Mestrado em Ciências Contábeis, Controladoria e Finanças). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2025.

No cenário empresarial contemporâneo, a crescente preocupação com os impactos ambientais, sociais e de governança tem transcendido a esfera da responsabilidade corporativa, emergindo como um fator estratégico com potencial para influenciar diretamente o desempenho econômico das organizações. O crescente volume de recursos financeiros disponibilizados com critérios ESG (*Environmental, Social and Governance*), assim como as novas expectativas da sociedade que anseia por produtos e serviços oferecidos por empresas com maiores níveis de sustentabilidade têm pressionado a adoção das práticas ESG pelas empresas. Surge, então, a questão central: a adoção de práticas ESG ocasiona uma melhora significativa no desempenho econômico das empresas? Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo investigar a possível relação entre a adoção de práticas ESG e o desempenho econômico das empresas. Para atingir o objetivo desta pesquisa, utilizou-se uma amostra composta pelas empresas de capital aberto líderes em faturamento do setor do vestuário e com pontuação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3. O período amostral é de 2021 a 2024, compreendendo os quatro últimos anos. Para a análise dos dados, foi utilizada a técnica estatística de regressão linear multivariada com dados em painel, o modelo de efeitos fixos foi selecionado a partir do teste de *Hausman*. A variável dependente selecionada, representativa do desempenho econômico, foi o *EVA*[®]; as variáveis independentes utilizadas foram a pontuação ESG (total), as pontuações individualizadas dos fatores Ambiental, Social e Governança e as variáveis de controle ROA, custo do capital de terceiros e crescimento das vendas. Os resultados do estudo demonstraram uma relação positiva e significativa entre a adoção de práticas ESG e o desempenho econômico medido pelo *EVA*[®]. Os fatores ESG de maior significância foram o Social e Governança Corporativa; o fator Ambiental, apesar de demonstrar uma relação positiva, não foi significativo para a amostra analisada. Os achados reforçam a relevância do indicador *EVA*[®] para avaliar a materialidade financeira das práticas ESG.

Palavras-chave: ESG, sustentabilidade, desempenho econômico, *EVA*[®].

ABSTRACT

Santos, Janice Ferreira. *Impact of ESG practices on the economic performance of publicly traded companies in the apparel sector*. (Mestrado em Ciências Contábeis, Controladoria e Finanças). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2025.

In the contemporary business landscape, the growing concern with environmental, social, and governance impacts has transcended the sphere of corporate responsibility, emerging as a strategic factor with the potential to directly influence organizations' economic performance. The increasing volume of financial resources made available with ESG (Environmental, Social and Governance) criteria, as well as new societal expectations for products and services offered by companies with higher levels of sustainability, have pressured companies to adopt ESG practices. The central question then arises: does the adoption of ESG practices lead to a significant improvement in companies' economic performance? In this sense, the present study aims to investigate the possible relationship between the adoption of ESG practices and companies' economic performance. To achieve the objective of this research, a sample composed of leading publicly traded companies in the apparel sector with a score on B3's Corporate Sustainability Index (ISE) was used. The sample period is from 2021 to 2024, covering the last four years. For data analysis, the statistical technique of multivariate linear regression with panel data was employed, and the fixed-effects model was selected based on the Hausman test. The selected dependent variable, representative of economic performance, was *EVA*[®]; the independent variables used were the ESG score (total), the individualized scores for the Environmental, Social, and Governance factors, and the control variables ROA, Cost of third-party capital, and Sales growth. The study results demonstrated a positive and significant relationship between the adoption of ESG practices and economic performance as measured by *EVA*[®]. The most significant ESG factors were Social and Corporate Governance; the Environmental factor, despite showing a positive relationship, was not significant for the analyzed sample. The findings reinforce the relevance of the *EVA*[®] indicator for evaluating the financial materiality of ESG practices.

Keywords: ESG, sustainability, economic performance, *EVA*[®].

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Bolsa de Valores Brasileira
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> ou Custo do Capital Próprio
CD	Custo de capital de terceiros após impostos
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CE	Custo de capital de acionistas
CEOs	<i>Chief Executive Officers</i>
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EVA [®]	<i>Economic Value Added</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
H1	Hipótese 1
H2	Hipótese 2
H3	Hipótese 3
H4	Hipótese 4
IDIS	Instituto para o Desenvolvimento do Investimento Social
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IFRS S1	<i>General Requirements for Disclosure of Sustainability-Related Financial Information</i>
IFRS S2	<i>Climate-Related Disclosures</i>
IPTU	Imposto Predial e Territorial Urbano
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
LPA	Lucro por Ação
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
RF	Taxa Livre de Risco

RM	Taxa de Retorno da Carteira de Mercado
ROA	Retorno sobre Ativos
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROI	<i>Return on Investment</i>
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
WACC	<i>Weighted Average Capital Cost</i>

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Comparativo entre demonstração do resultado x NOPAT.....	26
Quadro 2 - Cálculo do capital operacional investido	27
Quadro 3 - Interpretação do resultado do <i>EVA</i> [®]	29
Quadro 4 - Questionário ISE B3 - distribuição dos temas por dimensão.....	44
Quadro 5 - Pesquisas no Brasil.....	46
Quadro 6 - Pesquisas internacionais.....	49
Quadro 7 - Empresas selecionadas da amostra.....	59
Quadro 8 - Resumo das variáveis.....	65
Quadro 9 - Interpretação de intervalos de correlação.....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Ativos globais de investimento sustentável, 2016–2022 (em trilhões de dólares).....	36
Tabela 2 -	Custo de capital de terceiros líquido.....	60
Tabela 3 -	Cálculo do <i>EVA</i> [®] das empresas da amostra (Em milhões de reais).....	61
Tabela 4 -	Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade.....	63
Tabela 5 -	Teste de <i>Hausman</i>	68
Tabela 6 -	Matriz de correlação fator ESG.....	69
Tabela 7 -	Matriz de correlação fator ENV (Ambiental).....	69
Tabela 8 -	Matriz de correlação fator SOC (Social).....	70
Tabela 9 -	Matriz de correlação fator GOV (Governança).....	70
Tabela 10 -	Teste de <i>Durbin-Watson</i>	70
Tabela 11 -	Painel de dados - Regressão do <i>EVA</i> [®] com práticas ESG.....	71
Tabela 12 -	Painel de dados - Regressão do <i>EVA</i> [®] com o fator Ambiental (ENV)...	74
Tabela 13 -	Painel de dados - Regressão do <i>EVA</i> [®] com o fator Social (SOC).....	76
Tabela 14 -	Painel de dados - Regressão do <i>EVA</i> [®] com o fator Governança corporativa (GOV).....	78

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Modelo Gráfico do <i>EVA</i> [®]	24
Figura 2 -	Cálculo do WACC (CMPC).....	28
Figura 3 -	Crescimento dos membros signatários da iniciativa PRI.....	35
Figura 4 -	As categorias abordadas pela temática ESG.....	37
Figura 5 -	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).....	38
Figura 6 -	MSCI <i>Ratings</i>	41
Figura 7 -	LSEG <i>Ratings</i>	42
Figura 8 -	<i>Morningstar Ratings</i>	43
Figura 9 -	As maiores empresas do setor do vestuário do Brasil em 2024.....	52
Figura 10 -	Participação entre as maiores empresas do setor do vestuário do Brasil em 2024.....	53
Figura 11 -	As 10 maiores pontuações de práticas ESG no setor do vestuário do Brasil em 2023 de acordo com o ITMB.....	56

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	Contextualização e problema de pesquisa	17
1.2	Objetivo da pesquisa	19
1.3	Justificativa e Relevância	19
1.4	Estrutura	20
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	22
2.1	Desempenho empresarial	22
2.2	Valor Econômico Agregado (<i>EVA</i>[®])	22
2.3	Como calcular o <i>EVA</i>[®]	25
2.3.1	Como calcular o NOPAT a partir da DRE.....	26
2.3.2	Como calcular o capital operacional investido.....	27
2.3.3	Como calcular o custo de capital (WACC).....	27
2.4	Como interpretar o <i>EVA</i>[®]	29
2.5	Como o ESG se conecta ao <i>EVA</i>[®]	30
2.6	ESG: Evolução Histórica, Práticas e Mensuração	33
2.6.1	A Evolução da Temática ESG.....	33
2.6.2	Práticas ESG.....	37
2.6.3	Publicação das práticas ESG.....	39
2.6.4	Mensuração das iniciativas ESG.....	40
2.6.5	<i>Indexes e Scores</i> ESG.....	41
2.7	Pesquisas semelhantes no Brasil e exterior	46
3	O SETOR DO VESTUÁRIO NO BRASIL	52
4	METODOLOGIA DE PESQUISA	57
4.1	Classificação da pesquisa	57
4.2	Hipóteses da pesquisa	58
4.3	Seleção e caracterização da amostra	58
4.4	Instrumentos de coleta das informações e cálculos efetuados	59
4.4.1	Coleta das informações contábeis e financeiras.....	59
4.4.2	Cálculo do <i>EVA</i> [®]	59
4.4.3	Coleta das variáveis de sustentabilidade.....	64
4.5	Técnicas de análise quantitativa dos dados	64

5	ANÁLISE DE RESULTADOS.....	68
5.1	Painel de dados – resultados preliminares	68
5.2	Resultados da pesquisa.....	71
5.2.1	Hipótese 1 (H1): A relação entre <i>EVA</i> [®] e o ESG (total)	71
5.2.2	Hipótese 2 (H2): A relação entre <i>EVA</i> [®] e o fator Ambiental (ENV)	73
5.2.3	Hipótese 3 (H3): A relação entre <i>EVA</i> [®] e o fator Social (SOC)	75
5.2.4	Hipótese 4 (H4): A relação entre <i>EVA</i> [®] e o fator Governança (GOV)	77
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	80
	REFERÊNCIAS	82

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e problema de pesquisa

No cenário empresarial contemporâneo, a crescente preocupação com os impactos ambientais, sociais e de governança tem transcendido a esfera da responsabilidade corporativa, emergindo como um fator estratégico com potencial para influenciar diretamente o desempenho econômico das organizações. A preocupação socioambiental corporativa não é recente, inicia-se na década de 1950, quando Bowen (1953) passa a questionar a responsabilidade que as empresas possuem perante a sociedade. O agravamento dos problemas decorrentes do desenvolvimento industrial, tecnológico e da globalização – a exemplo da crescente poluição, da acentuada desigualdade social e da proliferação de crimes e fraudes econômicas – que conferiu uma nova e mais intensa dimensão às preocupações socioambientais no universo corporativo.

Acredita-se que as ideias e conceitos de práticas ESG (*Environmental, Social and Governance*) se originaram em 1971 (IDIS, 2023), quando Klaus Schwab, engenheiro e economista alemão, sugeriu um modelo de capitalismo no qual as empresas deveriam almejar a criação de valor a longo prazo, levando em consideração as necessidades de todos os públicos relacionados ao negócio. Este conceito foi nomeado mais tarde por Robert Edward Freeman como Capitalismo de *Stakeholders* (IDIS, 2023).

De acordo com Schwab (2016), nessa forma de capitalismo, as empresas não apenas otimizam os lucros de curto prazo para os acionistas, mas buscam a criação de valor de longo prazo, levando em consideração as necessidades de todos os seus *Stakeholders* e da sociedade em geral. Seguindo esse conceito, as empresas capazes de alinhar os seus objetivos com os objetivos da sociedade estariam mais preparadas para criar valor a longo prazo, ou seja, o capital e o lucro buscariam manter o equilíbrio com as questões ambientais, sociais e de governança corporativa.

Contudo, foi a partir de 2004 que a sigla ESG ganhou popularidade através da repercussão do relatório "*Who Cares Wins*". O relatório, promovido pelo Pacto Global da ONU, foi produzido por um grupo de trabalho composto por representantes de bancos, fundos de pensão, companhias de seguros e agências de *rating* e apresentou diretrizes e recomendações para uma melhor integração dos fatores ambientais, sociais e de governança na gestão de ativos e na pesquisa de investimentos. O grupo de trabalho representava US\$6 trilhões em ativos sob gestão, o que sem dúvida, impulsionou sua notoriedade.

Em 2021, o estudo realizado pela consultoria *McKinsey & Company* (2021) revelou que o investimento realizado no mundo inteiro em causas sustentáveis sofreu um aumento expressivo de 68% desde 2014, atingindo um patamar de US\$30 trilhões (68% maior desde 2014 e 10 vezes maior desde 2004). Uma pesquisa realizada pela *Capital Reset* (2021) em parceria com a *Morningstar* identificou no Brasil, captação de R\$ 2,5 bilhões em 2020 – sendo que mais da metade da captação veio de fundos ESG. Essa tendência é reforçada por dados da PwC (2021), que indicam que 77% dos investidores de grandes empresas planejam descontinuar a compra de produtos que não sigam critérios ESG nos próximos anos.

Para a organização internacional *Global Reporting Initiative* (2025) os temas externos ao mundo dos negócios que mais vão impactar o contexto das empresas nos próximos anos são: escassez de materiais primários, redução de resíduos e da contaminação dos ecossistemas, gestão de conflitos sociais e migração, proteção dos direitos humanos, novas crises éticas e de reputação e reeducação dos trabalhadores para novos setores com o advento da nova revolução industrial (4ª revolução industrial – indústria tecnológica).

O crescente volume de capital alocado com base em critérios ESG, somado às novas expectativas da sociedade que busca produtos e serviços de empresas com altos níveis de sustentabilidade e forte desempenho ambiental, são, sem dúvida, os principais impulsionadores da adoção de práticas ESG pelas empresas. A magnitude desse movimento é notável, de acordo com a ONU, 22.485 empresas em 176 países já aderiram ao Pacto Global (Pacto Global, 2025).

A disseminação de empresas signatárias do Pacto Global da ONU intensifica a pressão sobre as organizações que buscam acessar mercados fortemente alinhados às práticas ESG, a não conformidade pode significar uma restrição significativa no acesso a esses mercados, tornando a adoção de ESG não apenas uma vantagem, mas uma necessidade estratégica. Diante desse contexto, muitos gestores se questionam se, de fato, a adoção de práticas ESG melhora o desempenho econômico das empresas.

Considerando a crescente importância da temática de sustentabilidade para toda a sociedade, espera-se responder ao seguinte problema de pesquisa: Existe uma relação entre a adoção de práticas ESG (ambiental, social, governança) e o desempenho econômico das empresas?

Para responder à pergunta central deste estudo foi selecionado o setor de vestuário. Esta escolha não é arbitrária: trata-se de um dos mais relevantes para a economia brasileira, com significativa contribuição para o PIB e alta geração de empregos. Além disso, o setor do vestuário é reconhecidamente um dos que enfrentam os maiores desafios em termos de

impactos ambientais e sociais, como poluição e trabalho escravo e possui empresas com indicadores consistentes de sustentabilidade, tornando-o um campo fértil para investigar a correlação entre a sustentabilidade e o desempenho financeiro.

1.2 Objetivo da pesquisa

O objetivo geral desta pesquisa é investigar a existência de relação entre o desempenho econômico e o desempenho sustentável (ESG) das empresas do setor do vestuário. Ademais, para obter a resposta do problema de pesquisa, os seguintes objetivos específicos são listados:

- a) Verificar a relação entre o desempenho do fator Ambiental (E) das empresas do setor do vestuário e o seu desempenho econômico;
- b) Verificar a relação entre o desempenho do fator Social (S) das empresas do setor do vestuário e o seu desempenho econômico; e
- c) Verificar a relação entre o desempenho do fator Governança (G) das empresas do setor do vestuário e o seu desempenho econômico.

1.3 Justificativa e Relevância

O desenvolvimento dessa pesquisa se justifica em função dos seguintes destaques:

- a) Relevância crescente da temática ESG: A sustentabilidade, englobando fatores ambientais, sociais e de governança (ESG), consolidou-se como uma preocupação global para empresas e para a academia, impulsionando a disseminação de informações ESG. A crescente alocação de recursos financeiros baseada nesses critérios é um forte indutor, a *Fund Society* (2025) projeta um crescimento acima de 1 trilhão de dólares em títulos ESG emitidos para 2025, evidenciando um volume cada vez maior de capital direcionado por esse critério;
- b) Impacto no desempenho econômico das empresas (Evidências Internacionais): Estudos como os de Eccles, Ioannou e Serafeim (2014) indicam que empresas com altos índices sustentáveis nos EUA apresentaram desempenho superior no longo prazo. Conca *et al.* (2020) observaram que a divulgação ESG (fatores ambiental e social) impactou positivamente a lucratividade de empresas na União Europeia, embora com uma relação negativa para governança e valor de mercado.
- c) Lacunas na literatura e inconsistência de resultados: Apesar de diversos estudos buscarem identificar a relação entre práticas ESG e desempenho econômico das empresas, não há consenso nos resultados devido a desafios metodológicos

(mensurações, restrições de dados e modelos). Há uma escassez de pesquisas sobre medidas ambientais, sociais e de governança no meio acadêmico de Ciências Sociais Aplicadas e no mercado brasileiro.

- d) **Atualidade:** As crescentes evidências e impactos das mudanças climáticas, perda de biodiversidade, poluição e escassez de recursos naturais geram uma pressão cada vez maior sobre as empresas para que atuem de forma mais sustentável. Consumidores e colaboradores estão mais conscientes e exigentes em relação ao comportamento ético e social das empresas. Demanda dos investidores por boas práticas de governança que gerem confiança dos investidores e da sociedade.
- e) **Perspectiva inovadora:** Diferentemente de estudos prévios que investigam a relação entre práticas ESG e indicadores financeiros tradicionais, esta pesquisa é a primeira a empregar o *EVA*[®] como medida de desempenho econômico, oferecendo uma perspectiva inovadora sobre a geração de valor para o acionista. Esse avanço permite uma compreensão mais aprofundada dos impactos das iniciativas ESG no valor real criado pelas organizações.
- f) **Relevante contribuição:** O presente estudo oferece *insights* valiosos que poderão beneficiar diversos *stakeholders* do mercado financeiro, investidores, gestores de recursos, reguladores e administradores de empresas, proporcionando um melhor entendimento sobre como as práticas sustentáveis podem influenciar não apenas o desempenho econômico, mas também a reputação e a sustentabilidade das empresas a longo prazo. Ao explorar essa relação, o estudo contribui para fomentar um mercado mais sustentável e resiliente, promovendo decisões de investimento mais informadas e conscientes e incentivando a adoção de melhores práticas empresariais.

1.4 Estrutura

O presente estudo está organizado em cinco seções, após esta primeira seção inicia-se a segunda seção, que expõe o referencial teórico que embasa a investigação. Nesse tópico, serão abordados subsídios conceituais indispensáveis para orientar a compreensão da pesquisa, relacionados ao estudo de desempenho econômico medido pelo *EVA*[®]. Na mesma seção serão abordadas as práticas ESG e as principais métricas de mensuração disponíveis no mercado. Por fim, na mesma seção serão listadas pesquisas sobre a relação de desempenho sustentável e o desempenho econômico das empresas no Brasil e no exterior.

Identificou-se necessidade de abordar, em uma terceira seção, o panorama do setor do vestuário no Brasil e as principais empresas líderes em faturamento do setor.

Em seguida, na quarta seção, expõe-se a análise aprofundada da metodologia de painel de dados pontuando também os critérios para seleção da amostra e descrevendo a operacionalização da coleta e tratativa dos dados.

Após a metodologia, parte-se para a quinta seção, na qual serão apresentadas a análise estatística do estudo, bem como a interpretação dos resultados. Por fim, ilustram-se as considerações finais, nas quais se apresenta a síntese desta pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo estão dispostos os subsídios teóricos da análise proposta desta dissertação.

2.1 Desempenho empresarial

Acompanhar o desempenho de uma empresa é crucial para garantir a perenidade e sobrevivência do negócio. Os métodos mais usados para a avaliação do desempenho empresarial são os tradicionais indicadores contábeis e financeiros, que medem a rentabilidade, a liquidez, e o grau de endividamento de uma empresa, porém estes indicadores não têm a capacidade de demonstrar se, de fato, está havendo ou não criação de riqueza para a empresa e consequentemente para o investidor. Almeida *et al.* (2016) enfatizam que a metodologia com base nos indicadores tradicionais de avaliação de desempenho econômico não consegue responder se está havendo criação ou destruição de riquezas e, consequentemente, aumento ou diminuição do valor de mercado das empresas.

2.2 Valor Econômico Agregado (*EVA*[®])

Para Kamiji (2013), é bastante comum uma empresa ter um lucro muito alto, porém esse resultado contábil, no entanto acaba não gerando valor aos acionistas. Neste sentido, Assaf Neto (2020) enfatiza que o indicador do valor econômico adicionado (*EVA*[®]) sinaliza se as estratégias financeiras implementadas pela Administração agregaram valor para os acionistas. Tietz (2023) menciona que o modelo de gestão empresarial baseada na criação de valor tem como principal objetivo o aumento ou a maximização da riqueza aos proprietários de capital, expressa no preço das empresas. Neste sentido, o sucesso do modelo de gestão empresarial é medido pela capacidade de adicionar riqueza aos acionistas dentro de uma visão sistêmica e não puramente voltada a resultados.

Santos e Watanabe (2005) afirmam que a utilização do *EVA*[®] na análise do desempenho econômico das empresas está fundamentada na alegação de que a administração da companhia somente cria valor para os acionistas se gerar um lucro operacional superior ao custo do capital investido que foi utilizado para obtê-lo, ou seja, se os resultados das atividades operacionais suplantarem os recursos próprios e de terceiros.

Para Araújo (2005) o *EVA*[®] se tornou um instrumento muito importante para os gestores das grandes empresas, pela fácil compreensão e o auxílio principalmente nas tomadas de

decisões, levando em consideração que os lucros apresentados pelas empresas não garantem, por si só, se a empresa está agregando valor ao acionista.

Considerando, que o *EVA*[®] tem sido utilizado tanto para as empresas, como também para a academia como variável explicativa que possibilita analisar com maior profundidade o resultado econômico das empresas, evidenciando inclusive se a empresa está agregando ou obtendo perdas de riqueza, a partir das estratégias adotadas, este estudo utiliza o *EVA*[®] como métrica para medir se a adoção de práticas ESG tem gerado maximização de valor para os acionistas.

O conceito de valor econômico adicionado não é recente, alguns conceitos idênticos já foram trabalhados a muitos anos atrás, um deles é a renda ou lucro residual, introduzida por Alfred Marshall em 1890, lucro excessivo denominado por Camining em 1929 e também por Prunreich no final de 1930 (Biddle, Bowen e Wallace, 1997). O conceito de valor econômico adicionado propriamente dito passou a ser discutido, apenas no início dos anos de 1960 por Joel Stern e G. Bennett Stewart III, nos Estados Unidos, mas foi em 1992 que a empresa de consultoria Stern Stewart & Co desenvolveu uma marca variante do lucro residual o *EVA*[®], (Biddle, Bowen e Wallace, 1997). O *EVA*[®] é uma marca registrada da empresa de consultoria financeira Stern Stewart & Co.

Santos (2018) explica que o modelo *EVA*[®] se trata de uma medida de desempenho que mede o valor criado por uma empresa, ou o valor adicionado ao patrimônio dos proprietários em um único exercício. Para Almeida *et al.* (2016) o *EVA*[®] é um sistema de gestão financeira que mede o retorno que capitais próprios e de terceiros proporcionam a seus proprietários. Ele mede a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital.

Segundo Harrison *et al.* (2011), o conceito de valor econômico adicionado tem por objetivo determinar lucro econômico real de uma empresa. Para tal, combina o entendimento da contabilidade financeira para mensurar operações que contribuíram para o aumento da riqueza dos acionistas. Basicamente, representa a renda residual obtida por uma empresa após a dedução dos custos de capital. Representa, especificamente, o lucro operacional menos o retorno do dinheiro necessário para formar o capital operacional investido. Ehrbar (2000) menciona que o *EVA*[®] é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza, e que por esta razão, existe um número considerável de empresas no mundo que já implementaram a metodologia para a gestão financeira e remuneração variável.

Para Assaf Neto (2003, p.174) o $EVA^{\text{®}}$ “pode ser entendido como o resultado apurado pela sociedade que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas)”. Fundamentando o cálculo do $EVA^{\text{®}}$, Assaf Neto (2003, p. 174) enfatiza que: O cálculo do $EVA^{\text{®}}$ exige o conhecimento do custo total de capital da empresa, o qual é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros) ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado (fixo e de giro). Representa, em essência, o custo de oportunidade do capital aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no negócio.

Na Figura 1 apresenta-se o entendimento das variáveis que compõem o cálculo de apuração do $EVA^{\text{®}}$, sendo:

Figura 1 - Modelo Gráfico do $EVA^{\text{®}}$



Fonte: Almeida *et al.* (2016)

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*, ou lucro operacional líquido após impostos. Seu semelhante na contabilidade tradicional é o Lucro operacional líquido. De uma maneira simples, o NOPAT é igual à Receita líquida menos Custos e Despesas operacionais (incluindo Depreciação), menos alguns ajustes específicos para determinada empresa e os impostos.

Encargo de capital = (a) Capital operacional investido × (b) Custo de capital

Onde:

- (a) Capital operacional investido:** Na metodologia $EVA^{\text{®}}$, o Capital operacional investido representa o volume de investimentos realizados na atividade operacional da empresa, no início do exercício, para suprir necessidades de capital de giro e de imobilizações.
- (b) Custo de capital:** A metodologia $EVA^{\text{®}}$ utiliza-se do Custo médio ponderado de capital (CMPC), ou *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, que representa o

retorno mínimo requerido pelos fornecedores de capital à companhia. Ele é a média ponderada entre o custo de capital dos acionistas e o custo de capital de terceiros.

De acordo com Morard e Balu (2009), o capital operacional investido representa um dos três componentes principais para mensurar o *EVA*[®]: Nessa metodologia, o capital é o mesmo que no balanço patrimonial da contabilidade, o que difere essa metodologia da tradicional se restringe apenas ao fato de que a medida tradicional não contempla os custos para aquisição do capital investido.

Diferentemente dos indicadores tradicionais utilizados, que consideram apenas o custo dos capitais de terceiros, alegando que o lucro é a remuneração do capital próprio, ele leva em consideração também o custo desse capital (Almeida *et al.*, 2016).

Segundo Backes (2002), na demonstração do resultado, o lucro operacional representa o resultado após as receitas e despesas financeiras, atendendo especificamente aos princípios contábeis e ao aspecto legal. Para obtenção do NOPAT (Lucro operacional após impostos) e do *EVA*[®] é utilizado o conceito EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*). Este representa adequadamente o lucro que foi obtido realmente, mediante as operações realizadas pela empresa. Isso independe da estrutura financeira, pois é ajustado após os impostos recolhidos, dando uma visão mais complexa e aprofundada para regime de caixa.

Almeida *et al.* (2016) lembram que o cálculo do *EVA*[®] tem como principal fonte as demonstrações contábeis, porém as informações ali apresentadas podem conter distorções em relação a realidade econômica, por servirem a outros propósitos (atendimento a legislação societária ou ao fisco) e por esse motivo, realizam-se ajustes, para melhor refletir o desempenho econômico das empresas, através de uma adequada medida de criação de valor para os investidores (acionistas e terceiros).

Ehrbar (2000) menciona que os criadores do Modelo *EVA*[®] identificaram mais de 160 potenciais ajustes com relação aos critérios contábeis, envolvendo o tempo de reconhecimento das receitas e das despesas, o financiamento não inserido no balanço, a conversão de moedas estrangeiras, a valoração dos estoques e a inflação.

2.3 Como calcular o *EVA*[®]

De acordo com Vogel (2011), o cálculo do *EVA*[®] é determinado pela seguinte Fórmula 1:

$$EVA^{\circledR} = \text{NOPAT} - (\text{Capital operacional investido} \times \text{WACC}) \quad (1)$$

Em que:

NOPAT = Lucro operacional líquido após os impostos, representa o lucro gerado pela atividade operacional da empresa, deduzido do imposto de renda;

WACC: Custo médio ponderado de capital (CMPC): é o capital investido, tanto o capital próprio como o capital de terceiros. Nessa fórmula pode-se ver que o *EVA*[®] é o lucro residual, isto é, lucro operacional líquido após o imposto menos o custo de capital operacional investido.

2.3.1 Como calcular o NOPAT a partir da DRE

De acordo com o conceito NOPAT, apresentado no item 2.2 o Quadro 1 apresenta um comparativo entre a demonstração do resultado tradicional e o cálculo para se obter o NOPAT.

Quadro 1 – Comparativo entre demonstração do resultado x NOPAT

Demonstração de resultado	NOPAT
Receita bruta	Receita bruta
(-) Impostos e deduções	(-) Impostos e deduções
(=) Receita líquida	(=) Receita líquida
(-) Custo de produtos vendidos	(-) Custo de produtos vendidos
(=) Lucro bruto	(=) Lucro bruto
(-) Despesas operacionais	(-) Despesas operacionais
(=) EBITIDA	(=) EBITIDA
(-) Depreciação	(-) Depreciação
(=) EBIT	(=) EBIT
(+) Receita financeira	
(-) Despesa financeira	
(=) Lucro operacional	
(+) Resultado operacional	
(+) Itens extraordinários	
(=) Lucro antes de impostos	
(-) Imposto de renda e contribuição social	(-) Imposto operacional de caixa
(=) Lucro líquido	(=) NOPAT

Fonte: Stern Stewart & Co. (2001). *EVA*[®] primer. São Paulo.

A partir da análise do Quadro 1, é possível verificar que:

- As receitas e as despesas financeiras não integram o NOPAT;
- O resultado não operacional e os itens extraordinários também não integram o NOPAT;
- As provisões para imposto de renda e a contribuição social são deduzidos e assim, transformados em base caixa para apuração do NOPAT.

2.3.2 Como calcular o capital operacional investido

O capital operacional investido ou simplesmente capital é representado pelo volume de recursos entregues à empresa pelos investidores (acionistas e terceiros) para a geração do NOPAT ao longo do período. O valor do capital é obtido a partir do balanço patrimonial e demonstrado sob dois enfoques na metodologia *EVA*[®], à semelhança do que ocorre na contabilidade tradicional. Dessa forma, o cálculo do capital deve ser consistente com o cálculo do NOPAT (Quadro 2).

Quadro 2 – Cálculo do capital operacional investido

(a) Ativo Circulante Operacional
(-) Passivo Circulante Operacional
(=) Capital de Giro Operacional Líquido
(b) Ativo Imobilizado Bruto
(-) Depreciação Acumulada
(=) Imobilizado Líquido
Capital Operacional Investido = (a) + (b)

Fonte: Santos (2024a, p. 204)

2.3.3 Como calcular o custo de capital (WACC)

O *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, ou Custo médio ponderado de capital (CMPC), representa o retorno mínimo requerido pelos fornecedores de capital à companhia. Ele é a média ponderada dos custos de capital de acionistas e de terceiros. O WACC é composto de duas parcelas: o Custo de capital de terceiros e o Custo de capital próprio ou dos acionistas e é calculado através da Fórmula 2.

$$\text{WACC} = [\text{CD} \times (\text{D/C})] + [\text{CE} \times (\text{E/C})] \quad (2)$$

Em que:

CD = Custo de capital de terceiros após impostos;

CE = Custo de capital de acionistas;

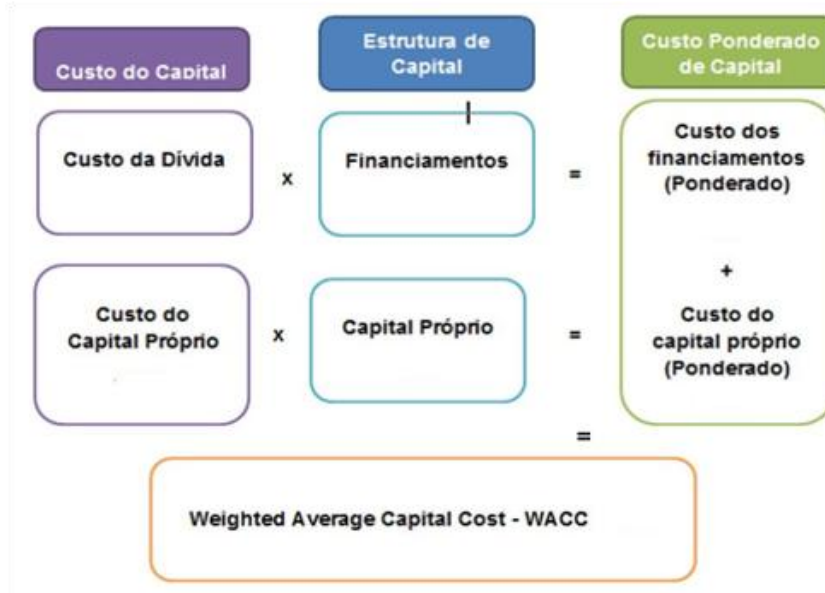
D/C = Capital de terceiros/Capital total (a valores de mercado ou de livros);

E/C = Capital de acionistas/Capital total (a valores de mercado ou de livros); e

Capital total = Capital de acionistas + Capital de terceiros (a valores de mercado ou de livros).

A Figura 2 ilustra os procedimentos para calcular o custo do capital próprio, custo do capital de terceiros e o custo médio ponderado de capital (CMPC = WACC).

Figura 2 - Cálculo do WACC (CMPC)



Fonte: Adaptado de Stern Stewart & Co. (2001)

Para Stewart (1990), a determinação do custo de capital de terceiros pode ser obtida considerando a taxa corrente para se obter novos financiamentos de longo prazo por uma companhia. Sua melhor indicação é a taxa predominante nas negociações dos débitos da empresa no mercado público e aberto. Na inexistência de uma cotação para seus débitos, o custo de capital de terceiros de uma companhia pode ser apurado de forma aproximada pela taxa corrente que está sendo paga na aquisição de débitos de empresas com a mesma avaliação.

De acordo com Santos (2024a), o Custo do capital próprio representa o retorno que o acionista ganharia em outro investimento de risco semelhante e pode ser obtido através da Fórmula 3.

$$\text{CAPM} = \text{RF} + [\text{B} \times (\text{RM} - \text{RF})] \quad (3)$$

Em que:

CAPM = *Capital Asset Pricing Model* ou Custo do Capital Próprio

RF = Taxa livre de risco. É considerado um ativo sem risco ou que não apresenta inadimplência e que o investidor sabe exatamente o valor que receberá ao final do prazo do investimento (Santos, p. 208, 2024a). Nos Estados Unidos é comum utilizar as taxas de juros do tesouro

americano, *Treasury Bills* (curto prazo), *Treasury* de 10 anos ou a taxa de juros do T- Bonds (*Treasury* de 30 anos). No Brasil uma pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas concluiu que a utilização da SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) ou CDI (Certificado de Depósito Interbancário) seriam equivalentes as utilizadas pelos americanos.

B= Beta da empresa. É uma medida estatística de volatilidade do preço de ações em relação à carteira referencial de mercado e representa o risco específico da empresa analisada (Santos, p. 209, 2024a).

RM= Taxa de Retorno da Carteira de Mercado. Representa a taxa média de retorno gerada por uma carteira referencial do mercado de ações. No Brasil, pode-se adotar as taxas de retorno da carteira da Bolsa de Valores de São Paulo com referencial de mercado (Santos, p. 213, 2024a).

Nos casos em que haja indisponibilidade ou dificuldade em se obter com segurança as informações para o cálculo apresentado na Fórmula 3, metodologias alternativas podem ser aplicadas em substituição, a fim de se obter o retorno que o acionista ganharia em outro investimento de risco semelhante.

Para este estudo foram calculados o *EVA*[®] das empresas que compõem a amostra. A análise abrange os trimestres dos anos de 2021 a 2024.

2.4 Como interpretar o *EVA*[®]

A geração de valor ocorre quando a atividade desenvolvida pela empresa resulta em um retorno superior ao custo do capital investido. Para análise do indicador *EVA*[®], é necessário interpretar os três cenários distintos apresentados no Quadro 3.

Quadro 3 – Interpretação do resultado do *EVA*[®]

Resultado	Interpretação	Significado
$EVA^{\text{®}} > 0$	Criação de valor	A empresa gerou resultados superiores ao necessário para remunerar o capital investido e os sócios, o que resultou em criação de valor para os acionistas.
$EVA^{\text{®}} = 0$	Não houve criação de valor	A empresa obteve resultados suficientes para remunerar o capital investido, mas não criou valor adicional.
$EVA^{\text{®}} < 0$	Destruição de valor	A empresa não conseguiu gerar resultados suficientes para remunerar os capitais investidos e os sócios, o que resultou na destruição de valor.

Fonte: Elaborado pela autora.

2.5 Como o ESG se conecta ao EVA®

O EVA® representa o lucro operacional líquido após impostos e deduzido do custo total do capital operacional investido. Em essência, a adoção de estratégias que tenham como objetivo melhorar o lucro operacional, mediante aumento da receita, redução de custos atrelado a ganho de eficiência e otimização de recursos, assim como captação de recursos com baixas taxas de juros, podem afetar positivamente o EVA® de uma empresa.

Estudos defendem que as atividades de ESG reduzem o custo de capital, pois o ESG melhora as políticas corporativas e de decisão, diminuindo os conflitos de agência e assimetria de informações, reduzindo custos de capital próprio e, ainda, pelo fato de que as práticas ESG reduzem o risco da empresa, conseqüentemente há uma contenção nos custos de empréstimos e financiamentos (Campos-Rasera, Passos e Colauto, 2021; Eliwa, Aboud e Saleh, 2019). Um outro benefício relatado se refere a reputação corporativa, uma vez que as práticas ESG aumentam a percepção de um comportamento confiável e de valorização das ações da companhia com os *stakeholders* (Jeffrey, Rosenberg e McCabe, 2019).

Em relação ao capital próprio, Ferris, Javakhadze e Rajkovic (2017) argumentam que os investidores estão constantemente em busca de investimentos que se mostrem socialmente responsáveis. Esse engajamento faz com que os acionistas pressionem as organizações para que adotem práticas orientadas para a ESG. Por meio das práticas de ESG, o valor da empresa aumenta, pois demonstra um compromisso com todas as partes interessadas em melhorar o relacionamento entre as partes internas e externas da organização, o que estimularia o acionista a manter ou aumentar seu capital na entidade, e atrairia novos investidores (Cho, Lee, Pfeiffer Jr., 2013; Borghesi, Houston, Naranjo, 2014).

O capital de terceiros é composto por dívidas contraídas pelas empresas para sua alavancagem operacional. De acordo com Almeida e Santos, 2016; Chen, Hung e Wang, 2018, as práticas ESG promovem o acesso ao crédito, pois reduzem riscos de insolvência. Além disso, a facilidade de acesso ao crédito também decorre da reputação gerada por práticas ESG. Para Hamrouni, Boussaada, Ben Farhat Toumi (2019), devido ao aumento da confiança entre a empresa e seus credores e, portanto, como uma recompensa pelos altos níveis de Responsabilidade Social Corporativa, haveria esse acesso mais fácil à tomada de dívidas.

Li *et al.* (2018), por exemplo, identificaram uma relação positiva entre a divulgação ESG e a avaliação de mercado, sugerindo que tais práticas contribuem para o aumento do valor da empresa a longo prazo. Um estudo conduzido na Índia em 2018 por Chauhan e Kumar (2018), país emergente com características semelhantes ao Brasil, revelou que, em períodos de

crise, a divulgação de práticas ESG ajuda as empresas a mitigarem os impactos das incertezas. Corroborando essa perspectiva, Vural-Yavas (2021), ao analisar as práticas sociais corporativas na Europa entre 2004 e 2017, constatou que, em cenários de incerteza, as empresas utilizam o ESG como um meio de aumentar seu valor, visando reduzir os riscos associados às suas operações.

No mesmo sentido, Lo e Sheu (2007), Rossi Júnior (2009), Poddi e Vergalli (2009) e Cheng, Ioannou e Serafeim (2014) apresentam evidências de que empresas que exercem a sustentabilidade em suas estratégias possuem menor custo de capital e maior valor.

Intuitivamente, acredita-se que empresas com fortes práticas ESG tendem a estar mais bem preparadas para lidar com riscos ambientais (como mudanças climáticas e escassez de recursos), sociais (como questões trabalhistas e relações com a comunidade) e de governança (como corrupção e má gestão). Menos riscos podem afetar positivamente o desempenho das empresas.

Para Carroll (2008), o entendimento de que a adoção de práticas ESG melhora o desempenho econômico das empresas, marca o abandono da visão filantrópica na adoção das ações sociais responsáveis pelas empresas e as torna compulsórias e necessárias dentro de um mercado competitivo. A fim de comprovar tais benefícios, diversos estudos empíricos têm sido realizados no Brasil e no exterior com o objetivo de comprovar o impacto da adoção de práticas ESG no desempenho econômico das empresas.

Ao longo dos anos diversos estudos testaram a relação da implementação de práticas de desenvolvimento sustentável e o desempenho econômico-financeiro das organizações, os mais antigos encontraram resultados diversificados que demonstraram tanto uma relação positiva (Al-Tuwaijri, Christensen, Hughes, 2004; Stanwick e Stanwick, 1998), como negativa (Cordeiro; Sarkis, 1997; Mcpeak; Devirian; Seaman, 2010). Alguns resultados indicaram, também, que tal relação não pode ser comprovada devido às dificuldades encontradas para medir as consequências da gestão ambiental sobre o lucro (Collison; Lorraine; Power, 2004; King e Lenox, 2001).

Estudos mais recentes parecem mais promissores, porém permanecem sem apresentar consenso, por exemplo, em 2021, o estudo “*ESG and Financial Performance*”, conduzido pelo *NYU Stern Center for Sustainable Business e pela Rockefeller Asset Management*, analisou mais de 1.000 artigos de pesquisa publicados entre os anos de 2015 e 2020 e encontrou uma relação positiva entre ESG e desempenho econômico e financeiro. Em 58% dos estudos científicos foi atestado uma relação positiva entre os índices de sustentabilidade e o

desempenho econômico-financeiro das empresas, medidos pelo – *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE) ou Preço das Ações. Os demais estudos encontraram relações mistas, neutras e até negativas, o que indica que as diferentes contribuições da literatura oferecem uma variabilidade considerável de resultados que não são exatamente consensuais.

No Brasil, em 2024, Santos confrontou as variáveis dependentes ROA, ROE, LPA, Q de Tobin, Retorno médio das ações e a variável independente *Score* ESG e concluiu que, maior *score* ESG está associado a maior desempenho financeiro. Em um estudo ainda mais detalhado, Rampini (2024) além de comprovar uma relação positiva entre a adoção de práticas ESG e desempenho econômico, identificou quais são as práticas ESG que mais impactaram no valor da ação, no aumento da receita e no crescimento do ROI.

Há um mecanismo de transmissão entre o ESG e o *EVA*[®] capaz de influenciar tanto a geração de lucro (NOPAT) quanto a redução do custo de capital. Em síntese, a adoção de práticas ESG tem potencial para:

- a) Reduzir o custo de capital de terceiros: Empresas com uma forte agenda ESG são percebidas como investimentos mais seguros e estáveis. Essa percepção se traduz diretamente em uma redução no custo de capital de terceiros (dívida) e de capital próprio. Uma meta-análise de mais de 2.200 estudos encontrou uma correlação positiva entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro corporativo, particularmente em relação ao custo de capital (Friede, Busch e Bassen, 2015);
- b) Aumentar o fluxo de capital com captação de capital sustentável: O crescimento exponencial de mercados de capitais sustentáveis, como os de *green bonds*, *blue bonds* e *social bonds*, oferece uma nova via para financiamento. Empresas com credenciais ESG sólidas podem acessar esse capital, que muitas vezes é mais abundante e oferecido em condições mais favoráveis devido à alta demanda de investidores institucionais por ativos alinhados com a sustentabilidade;
- c) Aumentar o faturamento: Em um mundo onde os consumidores estão mais informados e conscientes, a reputação de uma empresa baseada em práticas éticas e sustentáveis se torna um diferencial competitivo. Uma forte marca ESG atrai e retém clientes, constrói lealdade e pode justificar uma precificação premium para produtos e serviços (Lins, Servaes e Tamayo, 2017), resultando em um aumento do volume de vendas e da receita.

- d) Aumentar a eficiência operacional: Iniciativas como a redução do consumo de energia e água, a gestão eficiente de resíduos e a minimização de desperdícios na cadeia de produção levam a economias significativas e a uma operação mais enxuta (Porter e Van der Linde, 1995). Além disso, no pilar Social, focado em condições de trabalho justas, diversidade, inclusão e bem-estar dos funcionários, resulta em uma força de trabalho mais motivada e produtiva. Funcionários engajados são mais inovadores e têm menor rotatividade, o que se traduz em redução dos custos de recrutamento e treinamento (Eccles, Ioannou e Serafeim, 2014);
- e) Reduzir riscos à imagem e reputação da empresa: A conformidade com regulamentações ambientais e sociais rigorosas diminui a probabilidade de multas, sanções e litígios que poderiam custar milhões de dólares e prejudicar a reputação da empresa. A antecipação de mudanças regulatórias também permite que a empresa se adapte sem interrupções operacionais;
- f) Crises relacionadas a escândalos de corrupção, condições de trabalho precárias ou desastres ambientais podem causar danos irreparáveis à marca. Uma estratégia ESG robusta age como uma camada de proteção, reforçando a confiança dos investidores e do público, o que é crucial para proteger o valor da empresa. Um estudo de 2017 mostrou que empresas com alto capital social (relacionado ao pilar S) tiveram melhor desempenho durante a crise financeira de 2008 (Lins, Servaes e Tamayo, 2017). Sua capacidade de se adaptar e inovar em face desses desafios as torna mais sustentáveis no longo prazo e menos expostas a riscos sistêmicos

2.6 ESG: Evolução Histórica, Práticas e Mensuração

2.6.1 A Evolução da Temática ESG

Embora o termo “ESG” seja relativamente recente, suas raízes podem ser traçadas até os movimentos de investimento socialmente responsável (ISR) que emergiram na década de 1960. Impulsionados por preocupações éticas e morais, investidores começaram a boicotar empresas envolvidas em indústrias como o tabaco, o álcool e o armamento, e a apoiar aquelas que se alinhavam com valores sociais progressistas, como os direitos civis. Esses primeiros movimentos representaram uma recusa em dissociar o lucro da moralidade, plantando as

sementes para uma consideração mais ampla do impacto social das corporações" (Schwartz e Carroll, 2008, p. 147).

A década de 1970 viu um aumento da preocupação com questões ambientais, culminando na criação de agências de proteção ambiental e regulamentações mais rigorosas. A publicação do relatório "Limites do Crescimento" pelo Clube de Roma em 1972, que alertava sobre as consequências do crescimento populacional e econômico descontrolado, foi um marco importante. Embora acadêmicos como Milton Friedman defendessem a maximização do lucro para os acionistas, eles reconheciam, em certa medida, a importância de operar dentro das regras da época, o que incluía, implicitamente, leis e costumes éticos (Friedman, 1970). No entanto, o foco principal ainda estava na filantropia corporativa e na conformidade mínima, e não na integração estratégica desses fatores.

A década de 1990 marcou uma transição significativa com a popularização do conceito de desenvolvimento sustentável, definido pelo Relatório Brundtland de 1987 como "o desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das futuras gerações de satisfazerem suas próprias necessidades". Essa perspectiva ampliada começou a conectar o crescimento econômico com a proteção ambiental e a equidade social.

Em 1994, John Elkington introduziu o conceito de *Triple Bottom Line*, argumentando que as empresas deveriam focar não apenas em lucros financeiros, mas também em seu impacto nas pessoas e no planeta. O *Triple Bottom Line* desafiou a visão tradicional de sucesso corporativo, propondo que a sustentabilidade deveria ser medida em três dimensões interconectadas, promovendo uma visão mais holística da responsabilidade empresarial" (Elkington, 1998, p. 20). Essa estrutura forneceu um arcabouço para que as empresas começassem a relatar seu desempenho em áreas sociais e ambientais, pavimentando o caminho para métricas mais formalizadas.

Em 1999, o então Secretário-General da ONU, Kofi Annan, em seu discurso no Fórum Econômico Mundial, reconheceu a necessidade de um engajamento mais ativo do setor privado na busca por soluções para os desafios globais. Ele lançou a proposta de um Pacto Global, convidando as empresas a aderir aos princípios universais de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e combate à corrupção.

Em junho de 2004, foi publicado o relatório "*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*". Este relatório é resultado de esforços do grupo de trabalho composto por representantes de bancos, fundos de pensão, companhias de seguros e agências de *rating* promovido pelo Pacto Global da ONU, que se reuniu durante dois anos para discutir

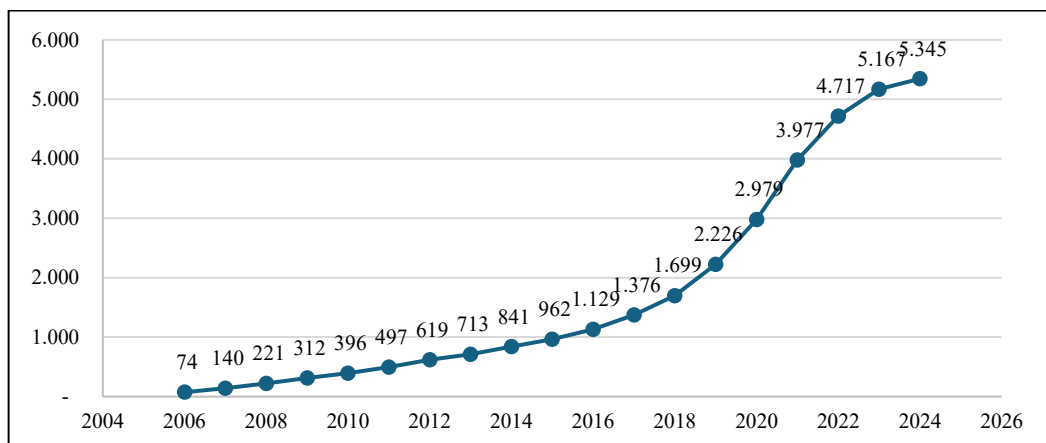
e debater os desafios e oportunidades da integração da temática ESG. O relatório "*Who Cares Wins*" apresentou diretrizes e recomendações para uma melhor integração dos fatores ambientais, sociais e de governança na gestão de ativos, serviços de corretagem de valores e pesquisa de investimentos.

O relatório "*Who Cares Wins*" apresentou um conjunto de diretrizes para a integração de critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) na análise de investimentos, na gestão de ativos e na pesquisa financeira, sendo as principais: (i) reconhecimento da importância de práticas ESG; (ii) integração de práticas ESG na análise de investimentos; (iii) engajamento das empresas privadas; (iii) Transparência e divulgação das práticas ESG por parte das empresas; (iv) desenvolvimento de ferramentas e recursos que auxiliem os investidores na análise de investimentos ESG; e (v) colaboração e compartilhamento de melhores práticas na integração de ESG na análise de investimentos e na gestão de ativos.

A partir de então, o movimento ESG ganhou um impulso considerável. Em 2006 foi criado os Princípios para o Investimento Responsável (PRI), o qual, formaliza e fornecendo uma estrutura global para investidores incorporarem questões ESG em suas decisões de investimento e práticas de propriedade. Desde a criação, o número de signatários do PRI, que representam trilhões de dólares em ativos sob gestão, tem crescido exponencialmente, demonstrando a crescente adesão da comunidade financeira. Os PRI institucionalizaram a consideração do ESG no mercado financeiro, impulsionando a demanda por dados e transparência corporativa.

Atualmente, o PRI é uma iniciativa global próspera, com 5.345 membros (2025) que representa mais de US\$ 128,4 (2025) trilhões de dólares de ativos sob gestão, conforme demonstra a Figura 3.

Figura 3 – Crescimento dos membros signatários da iniciativa PRI



Fonte: Elaborada pela autora. Dados obtidos de PRI *Annual Report*, 2025.

Dos de 5.345 membros signatários, a Europa possui um pouco mais 60% das instituições signatárias, seguida pelo Estados Unidos que representa 20% e o Brasil com maior número de signatários da América Latina representa apenas 2% do total dos membros.

A *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), no último relatório produzido em 2022, estimou que o tamanho do mercado global de investimentos sustentáveis é de US\$ 30,3 trilhões (Tabela 1), representando um crescimento de 33% em relação ao número de 2016. Desse total, os principais mercados são o europeu, com 46%, e o dos EUA, com 28%. Em relação aos ativos investidos pelas estratégias sustentáveis, mais da metade é constituída por ações (51%), seguida por renda fixa (36%).

Tabela 1 - Ativos globais de investimento sustentável, 2016 – 2022 (em trilhões de dólares)

Região	2016	2018	2020	2022	%
Europa	12,0	14,1	12,0	14,1	46%
Canadá	1,1	1,7	2,4	2,4	8%
Austrália e Nova Zelândia	0,5	0,7	0,9	1,2	4%
Japão	0,5	2,2	2,9	4,3	14%
Sub-total (US\$ trilhões)	14,1	18,7	18,2	21,9	
Estados Unidos	8,7	12,0	17,1	8,4	28%
Total (US\$ trilhões)	22,8	30,7	35,3	30,3	100%

Fonte: Elaborada pela autora. Dados obtidos de Relatório *Global Sustainable Investment Alliance*, 2022.

Atualmente, o ESG transcendeu o mercado financeiro e se tornou um imperativo estratégico para empresas de todos os setores e enfrenta desafios. Questões como o *greenwashing* (divulgações falsas ou enganosas de sustentabilidade) e a falta de padronização nas métricas ESG continuam a ser áreas de debate e aprimoramento. A academia e o mercado financeiro continuam a explorar a materialidade do ESG, buscando quantificar seu impacto nos resultados financeiros e na agregação de valor para o acionista.




Para Friede, Busch, Bassen (2014), a pesquisa acadêmica permanece firme no objetivo de desvendar a relação complexa entre o desempenho ESG e o valor para o acionista, tendo obtido evidências crescentes apontando para uma correlação positiva a longo prazo.

2.6.2 Práticas ESG

As práticas, ou iniciativas ESG são ações concretas implementadas por empresas, investidores e outras organizações para integrar os fatores ESG em suas operações, decisões e estratégias. O objetivo é criar valor a longo prazo, gerenciar riscos e contribuir para um desenvolvimento mais sustentável.

Para Bergman *et al.* (2020), embora o clima tenha destaque nas discussões sobre ESG, não existe uma lista única de metas ou exemplos de ESG, e os conceitos de ESG frequentemente se sobrepõem. Dito isso, ele sugere que as três categorias de ESG estão cada vez mais integradas à análise, aos processos e à tomada de decisões estratégicas e podem ser sintetizados conforme demonstra a Figura 4.

Figura 4 – As categorias abordadas pela temática ESG

	<p>Enviromental (E)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mudanças climáticas • Emissões de gases de efeito estufa • Esgotamento de recursos naturais • Desperdício e poluição 	<p>O “E” captura eficiências energéticas, pegadas de carbono, emissões de gases de efeito estufa, desmatamento, biodiversidade, mudanças climáticas e mitigação da poluição, gestão de resíduos e uso de água.</p>
	<p>Social (S)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Condições de trabalho, incluindo trabalho escravo e infantil • Proteção às comunidades locais, incluindo indígenas • Saúde e segurança • Relações de empregados e diversidade 	<p>O “S” abrange padrões trabalhistas, salários e benefícios, diversidade no local de trabalho e no conselho, justiça racial, igualdade salarial, direitos humanos, gestão de talentos, relações comunitárias, privacidade e proteção de dados, saúde e segurança, gestão da cadeia de suprimentos e outras questões de capital humano e justiça social.</p>
	<p>Governance (G)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Remuneração de executivos • Suborno e corrupção • Lobby político e doações • Diversidade e estrutura do conselho 	<p>O “G” abrange a governança das categorias “E” e “S” — composição e estrutura do conselho corporativo, supervisão e conformidade com a sustentabilidade estratégica, remuneração executiva, contribuições políticas e lobby, suborno e corrupção.</p>

Fonte: Elaborada pela autora. Informações obtidas de Hall (2017) e Bergman *et al.* (2020).

As iniciativas ESG são organizadas em três categorias principais. O pilar Ambiental (E) concentra-se em minimizar o impacto ambiental das operações, através da redução da pegada de carbono, da gestão eficiente de recursos naturais (água, biodiversidade, matérias-primas, resíduos) e da prevenção da poluição em todas as suas formas, buscando também modelos de economia circular. Na esfera Social (S) engloba ações que visam garantir o bem-estar das pessoas e a equidade, incluindo o respeito aos direitos humanos e trabalhistas em toda a cadeia de valor, a construção de ambientes de trabalho diversos e inclusivos, o fortalecimento do relacionamento com as comunidades por meio de projetos e diálogo, e a priorização da saúde e segurança dos colaboradores.

Em Governança (G), por sua vez, tem como foco a integridade e a transparência na gestão, buscando reduzir riscos de fraude e corrupção. Para isso, preconiza-se a adoção de políticas de remuneração que incentivem a sustentabilidade a longo prazo, a formação de conselhos de administração robustos e independentes com expertise diversificada, e a implementação de sistemas de gestão de riscos e controles internos abrangentes, que considerem os aspectos ESG.

Importante destacar que, as iniciativas ESG, foram incrementadas ao longo tempo, devido, principalmente a divulgação da Agenda 2030. Em 2015, a ONU propôs aos seus países membros a Agenda 2030, uma nova agenda de desenvolvimento sustentável para os 15 anos seguintes, composta por 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) (Le Blanc, 2015). Os ODS, apresentados na Figura 5, reúnem os principais desafios e vulnerabilidades da população mundial, indicando as áreas que demandam maior engajamento da sociedade. Nesse esforço colaborativo entre governos, empresas e sociedade civil, as organizações privadas, devido ao seu poder econômico, tecnológico e inovador, são consideradas protagonistas (Smith, *et al.*, 2017).

Figura 5 - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)



Fonte: Nações Unidas Brasil [2017].

O objetivo principal da Agenda 2030 é alcançar um desenvolvimento sustentável em suas três dimensões interconectadas: econômica, social e ambiental. A Agenda 2030 busca erradicar a pobreza em todas as suas formas e dimensões, promover a prosperidade compartilhada, proteger o planeta e garantir a paz e a justiça para todos até o ano de 2030. Em termos mais específicos, ela visa abordar os principais desafios globais, como desigualdade,

fome, degradação ambiental, mudanças climáticas, injustiça e violência, através de seus 17 ODS e suas 169 metas.

As empresas podem aderir ao Pacto Global da ONU em prol da Agenda 2030. O Pacto Global é uma iniciativa voluntária, para empresas que tem a intenção em adotar boas práticas ESG através de um compromisso mais tangível com seus líderes e colaboradores. De acordo com a Rede Brasil (2025), o Pacto Global possui 22.485 empresas signatárias, sendo 3.024 entidades não empresariais e 25.009 entidades empresariais distribuídos em 176 países.

2.6.3 Publicação das práticas ESG

A crescente pressão dos investidores pela adoção de práticas ESG aumentou fortemente, fazendo com que a divulgação e mensuração das práticas adotadas evoluíssem nos últimos anos. Apesar, de ainda não ser possível afirmar que os relatórios de sustentabilidade se tornarão universalmente obrigatórios imediatamente, há fortes indícios de que o mundo caminha para tornar as divulgações sobre questões ESG obrigatórias.

Criada em 1997, a *Global Reporting Initiative* (GRI) foi uma das primeiras a tentar padronizar a divulgação de informações de sustentabilidade. Seus padrões se tornaram uma referência global, mas ainda de adesão voluntária. Muitos outros modelos surgiram ao longo dos anos, criando diferentes padrões e estruturas. Isso levou a um forte movimento de consolidação.

Em 2021, a Fundação IFRS (a mesma que define as normas de contabilidade IFRS) anunciou a criação do *International Sustainability Standards Board* (ISSB). O objetivo era claro: criar um conjunto global e obrigatório de normas de divulgação de sustentabilidade, semelhante ao que o IFRS já faz para a contabilidade financeira.

Em junho de 2023, a publicação das normas *IFRS S1* (Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade) e *IFRS S2* (Divulgações Relacionadas ao Clima) pelo *International Sustainability Standards Board* (ISSB) iniciou um movimento significativo que tem como objetivo criar uma base global para divulgações de sustentabilidade para os mercados de capitais.

Até o momento, o atual regime de divulgação aplicável às empresas de capital aberto listadas nos Estados Unidos, não previa obrigação afirmativa de fornecer divulgações sobre questões ESG. Na prática, no entanto, é de se esperar que *stakeholders* importantes, como investidores, seguradoras, credores, reguladores e outros, recorram cada vez mais às divulgações das empresas para que possam avaliar se elas adotaram agendas ESG.

De forma pioneira, no Brasil, a Resolução CVM nº 193, de outubro de 2023, torna obrigatória, a partir de 1º de janeiro de 2026, a publicação de relatórios de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade para companhias abertas (empresas listadas na bolsa de valores brasileira).

Sem padronização das informações não é possível se obter facilmente indicadores de mensuração do desempenho sustentável das empresas. A padronização e a publicação das práticas ESG adotadas pelas empresas são fundamentais para a mensuração do impacto real gerado na sociedade e no planeta. Essa transparência permite não apenas a comparabilidade entre diferentes organizações, mas também a avaliação precisa da eficácia dessas iniciativas, impulsionando a responsabilidade corporativa e o desenvolvimento sustentável.

Esses avanços regulatórios facilitam a comparabilidade e a análise quantitativa, como a realizada neste estudo.

2.6.4 Mensuração das iniciativas ESG

Indicadores são, por definição, medidas quantitativas, qualitativas ou descritivas que permitem obter informações sobre um fenômeno complexo (ISO, 2018), em uma forma que seja fácil de usar e entender. As três principais funções dos indicadores são quantificação, simplificação e comunicação (ISO, 2010) e quando avaliados e monitorados periodicamente, mostram tendências e mudanças no fenômeno medido.

An (2023) afirma que os estudos sobre indicadores usados para quantificar os resultados das práticas ESG são uma lacuna importante de conhecimento, a mensuração e a gestão dos riscos e ações, é crucial na conquista da confiança dos reguladores, investidores, financiadores, clientes e funcionários de uma empresa.

A temática ESG é um conceito relativamente recente e engloba uma ampla variedade de componentes complexos, apesar de não haver uma definição de critérios de avaliação uniformes, alguns indicadores ESG foram desenvolvidos por agências internacionais, e foram bem recebidos pelo mercado, embora, de acordo com Fiaschi, Giuliani e Nieri (2020) ainda surjam inúmeras ressalvas e preocupações em relação à sua concepção e validade.

Dong, Liu e San (2023) mencionam que, atualmente, existem alguns sistemas de avaliação ESG como os produzidos pela *Bloomberg* e *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), que servem como ferramenta para medir o desempenho da sustentabilidade em empresas e baseia-se nas três perspectivas: meio ambiente, responsabilidade social e governança corporativa. Santos, Dias e Borges (2023) enfatizam que existem divergências entre

estes sistemas de avaliação ESG, há diferenças conceituais entre agências e casos em que a relação entre ESG e desempenho econômico corporativo ainda não foram integrados mostrando os benefícios econômicos da sustentabilidade empresarial como um resultado adicional ao seu desempenho ambiental, social e de governança.

2.6.5 Indexes e Scores ESG

No cenário atual, provedores de dados e análises como a MSCI e a *Bloomberg* emergem como atores centrais, oferecendo opções de *scores* e *ratings* ESG. De acordo com a *Bloomberg* (2021) as suas classificações ESG são projetadas para ajudar os investidores a identificarem os riscos e oportunidades ambientais, sociais e de governança (ESG). A classificação *Bloomberg* classifica a pontuação ESG em uma escala de 7 pontos, entre “AAA” e “CCC”, conforme demonstra a Figura 6.

Figura 6 - MSCI Ratings

ESG Ratings		Significado
AAA	Líder	A empresa que lidera seu setor na gestão dos riscos e oportunidades ESG mais relevantes. Empresas líderes podem ser mais resilientes a interrupções decorrentes de eventos ESG.
AA		
A		
BBB	Média	A empresa possui um histórico misto ou normal na gestão dos riscos e oportunidades ESG mais materiais, em relação aos seus pares do setor.
BB		
B		
CCC	Atrasada	A empresa que está atrasada em seu setor devido à sua alta exposição a riscos ESG relevantes e à sua incapacidade de demonstrar esforços significativos para gerenciá-los. Empresas atrasadas podem ser mais vulneráveis a interrupções decorrentes de eventos ESG.

Fonte: Elaborada pela autora. Informações obtidas de *rating* publicado de MSCI ESG Research (2021).

De acordo com o ESG Rating divulgado pela MSCI (Figura 5), as classificações AAA são atribuídas a empresas que são líderes do setor na gestão de riscos e oportunidades ESG


relevantes. Do lado oposto, as classificações CCC são atribuídas a empresas consideradas retardatárias no setor e indica que essas empresas estão altamente expostas a riscos ESG e não atendem às práticas comuns do setor na gestão desses riscos. As classificações por letras são baseadas em pontuações numéricas que variam de 0 (pior) a 10 (melhor).

O processo de produção do *rating* MSCI inclui: (1) avaliar a governança corporativa da empresa; (2) identificar os principais problemas por setor em que a empresa atua; (3) atribuição de um *score* de 0 a 10, usando uma metodologia baseada em regras que avalia a exposição e a gestão de riscos da empresa; e (4) classificação final do *rating*, determinada com base no desempenho agregado de cada empresa.

A empresa LSEG também fornece um conjunto de índices ESG. A pontuação ESG da LSEG varia de 0 a 100, sendo que quanto mais próximo de 100, melhor a pontuação que uma empresa pode alcançar. As pontuações são baseadas no desempenho relativo dos fatores ESG em relação ao setor da empresa (para questões ambientais e sociais) e ao país de constituição (para governança). A Figura 7 apresenta a escala de pontuação da LSEG.

Figura 7 - LSEG ratings

Range de Pontuação ESG	Nota	Descrição
0.0 <= pontuação <= 0.083333	D -	Uma pontuação "D" indica um desempenho ESG relativo ruim e um grau insuficiente de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.083333 < pontuação <= 0.166666	D	
0.166666 < pontuação <= 0.250000	D +	
0.250000 < pontuação <= 0.333333	C -	Uma pontuação "C" indica um desempenho ESG relativo satisfatório e um grau moderado de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.333333 < pontuação <= 0.416666	C	
0.416666 < pontuação <= 0.500000	C +	
0.500000 < pontuação <= 0.583333	B -	Uma pontuação "B" indica um bom desempenho ESG relativo e um grau de transparência acima da média na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.583333 < pontuação <= 0.666666	B	
0.666666 < pontuação <= 0.750000	B +	
0.750000 < pontuação <= 0.833333	A -	Uma pontuação "A" indica um excelente desempenho ESG relativo e um alto grau de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.833333 < pontuação <= 0.916666	A	
0.916666 < pontuação <= 1	A +	



ESG Atrasados

ESG Líderes

Fonte: Elaborada pela autora. Informações e dados obtidos de *Score Range* ESG da LSEG (2024).

A LSEG (2024), explica que para o cálculo, são considerados temas como emissões, inovação de produtos ambientais, direitos humanos e acionistas, as pontuações são apresentadas em percentuais e notas de D- a A+, também são medidas em relação ao país de constituição para todas as categorias de governança.

De acordo com o ESG *Rating* divulgado pela LSEG as classificações A+, A e A- são atribuídas a empresas que são líderes do setor na gestão de riscos e oportunidades ESG relevantes, esta classificação indica quais empresas são as mais resilientes entre os pares do

setor a potenciais interrupções decorrentes de riscos ESG. Do lado oposto, as classificações D+, D e D- são atribuídas a empresas consideradas retardatárias no setor e indica que essas empresas estão altamente expostas a riscos ESG e não atendem às práticas comuns do setor na gestão desses riscos.

A *Morningstar Ratings* também disponibiliza uma pontuação de risco ESG para investidores, com classificações de risco ambiental, social e de governança subjacentes. A pontuação de risco varia de 100 a 0, ou seja, quanto mais próximo de 100, maior o risco (pontuação ruim, zona vermelha) e quanto mais próximo de 0, menor o risco (pontuação excelente, zona verde). A pontuação de risco ESG abrange duas dimensões: (i) exposição: fatores de risco relacionados a ESG que podem representar um risco financeiro potencial para as empresas.

Também pode ser considerada a sensibilidade ou vulnerabilidade de uma empresa a riscos ESG; e (ii) Gestão: considera quão bem uma empresa é capaz de lidar com seu risco ESG material. A Figura 8 apresenta a escala real de como a *Sustainalytics* mede o risco ESG de uma empresa:

Figura 8 – *Morningstar Ratings*



Fonte: Elaborada pela autora. Dados obtidos de *Score Risk ESG, Morningstar Sustainalytics* (2024).

A *Sustainalytics* atribui classificações de risco ESG em uma escala numérica de 0 (menor risco) a 100 (maior risco). Essas pontuações são categorizadas em cinco níveis de risco que vão de Insignificante (0-10) a Grave (40+).

O grupo de empresas *Institutional Shareholder Services (ISS)* lançou sua pontuação ESG em 1993. Os dados e classificações ESG da ISS são gerados pela classificação corporativa ESG da ISS. De acordo com a ISS, as empresas são avaliadas com base em uma lista predefinida de temas ESG gerais e tópicos adicionais específicos do setor. A ISS considera riscos materiais de sustentabilidade e impactos negativos na sociedade e no meio ambiente como parte de sua estrutura de classificação ESG. Dentre 700 indicadores, a ISS ESG utiliza cerca de 100 indicadores sociais, ambientais e de governança para cada classificação e pontua métricas-chave como preocupações dos funcionários, gestão da cadeia de suprimentos, ética empresarial,

governança corporativa, gestão ambiental, ecoeficiência e outras. A classificação corporativa ESG da ISS usa uma escala de 12 pontos, que vai de A+/4,00, ou seja, o melhor da categoria, a D-/1,00, ou seja, o pior da categoria. A medição da ISS é similar a LSEG.

Todas as agências citadas até aqui são estrangeiras.

Em 2005, foi criado no Brasil pela Bolsa de Valores de São Paulo (B3) em conjunto com outras entidades, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). O ISE foi o primeiro índice de sustentabilidade da América Latina. O índice tem o propósito de ser um *benchmark* de empresas que se destacam em promover boas práticas sustentáveis e possuem comprometimento com a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a sustentabilidade empresarial. A criação do ISE segue a tendência das principais Bolsas de Valores do mundo, na premissa de que empresas que se preocupam com a sustentabilidade geram valor ao acionista no longo prazo.

Para uma empresa participar do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3, ela precisa passar por um processo seletivo anual rigoroso que avalia seu desempenho nas dimensões ESG. Primeiramente, a empresa precisa atender a critérios de elegibilidade básicos, como: (i) ser uma empresa de capital aberto com ações negociadas na B3; e (ii) estar entre as empresas com as 200 ações mais líquidas na B3, com presença em pregão de pelo menos 50% em um período determinado e não ser uma ação com cotação abaixo de R\$ 1,00. Se a empresa for elegível, a B3 envia um convite e a empresa interessada deve se inscrever formalmente. As empresas inscritas respondem a um questionário elaborado pela B3 onde detalha de forma minuciosa as práticas ESG adotadas, seguida de comprovação das respostas.

O questionário ISE B3 está estruturado em dimensões, temas, tópicos e perguntas. O Quadro 4 apresenta um panorama das dimensões e temas do questionário.

Quadro 4 – Questionário ISE B3 - Distribuição dos temas por dimensão

(continua)

Dimensões	Temas
Capital Humano	1 - Práticas trabalhistas
	2 - Saúde e segurança do trabalhador
	3 - Engajamento, diversidade e inclusão dos funcionários

(continuação)

Dimensões	Temas
Governança Corporativa e Alta Gestão	1 - Fundamentos de gestão da sustentabilidade empresarial
	2 - Gestão de riscos
	3 - Práticas de governança corporativa
	4 - Ética nos negócios
	5 - Manutenção do ambiente competitivo
Modelo de Negócio e Inovação	1 - Sustentabilidade do modelo de negócio
	2 - <i>Design</i> de produto e gestão do ciclo de vida
	3 - Eficiência no suprimento e uso de materiais
	4 - Gestão da cadeia de fornecimento
	5 - Finanças sustentáveis
Capital Social	1 - Direitos humanos e relações com a comunidade
	2 - Investimento social privado e cidadania corporativa
	3 - Acessibilidade técnica e econômica
	4 - Qualidade e segurança do produto
	5 - Práticas de venda e rotulagem de produtos
	6 - Bem-estar do cliente
	7 - Privacidade do cliente
	8 - Segurança de dados
Meio Ambiente	1 - Políticas e Práticas de Gestão Ambiental
	2 - Impactos ecológicos
	3 - Gerenciamento de energia
	4 - Gestão de água e efluentes líquidos
	5 - Gestão de resíduos e materiais perigosos
Mudança no Clima	1 - Dimensão avaliada por meio do <i>Score CDP- Climate Change</i>

Fonte: Elaborado pela autora. Informações obtidas de Diretrizes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) (2025).

Com o apoio de consultorias especializadas os questionários e as evidências são qualitativamente avaliados pela B3 por meio de um processo estruturado e com dupla revisão, resultando em uma nota qualitativa. Os pontos cabíveis a cada pergunta são, então, alocados às alternativas de resposta. O *score* de cada respondente é a somatória simples dos pontos obtidos em todo o questionário. Para fins de comparabilidade, tendo em conta a variabilidade do perfil

e setor de cada empresa, o desempenho das respondentes é calculado e divulgado sempre como um percentual do total de pontos em cada um dos itens do questionário, aos níveis de dimensão, tema e tópico.

Importante destacar que a metodologia utilizada na elaboração do *score* ESG do ISE da B3, assim como todo o processo de elaboração da pontuação e composição do *score*, é auditada pela empresa KPMG, uma das principais empresas de auditoria do mundo, conhecida por sua experiência em auditoria de empresas de capital aberto.

A pontuação ISE varia de 0 a 100 pontos percentuais, onde 0 indica que a empresa não atende aos requisitos mínimos de sustentabilidade avaliados pelo índice, ou que a qualidade das suas informações e evidências é extremamente baixa ou inexistente e 100 indica que a empresa demonstra liderança em práticas ESG.

Devido ao sigilo contratual entre as empresas participantes do ISE e a B3, os *scores* das empresas somente passaram a ser divulgados a partir de 2021, havendo apenas 4 anos de dados divulgados.

Este estudo utilizou a pontuação do ISE do período de 2021 a 2024 para análise do impacto das práticas ESG no desempenho econômico das empresas selecionadas para análise.

2.7 Pesquisas semelhantes no Brasil e exterior

Existem evidências que contrariam e que corroboram a hipótese de impacto da adoção de práticas ESG no desempenho econômico das empresas. Sendo assim, considerou-se oportuna a verificação e tabulação de pesquisas sobre o tema no Brasil e no exterior, as quais são destacadas nos Quadros 5 e 6, respectivamente, em ordem cronológica decrescente.

Quadro 5 - Pesquisas no Brasil

(continua)

Autores/Ano	Período da análise	Objetivos e resultados	Metodologia
Araújo (2025)	2023	Teve como objetivo investigar o impacto do desempenho econômico-financeiro sobre as práticas sustentáveis de empresas brasileiras. Os resultados indicam que aspectos financeiros influenciam significativamente a adoção e a efetividade de iniciativas sustentáveis, revelando o papel estratégico do capital financeiro na viabilização de práticas ESG.	Regressão Linear Múltipla

(continuação)

Autores/Ano	Período da análise	Objetivos e resultados	Metodologia
Santos (2024b)	2010 a 2023	Teve como objetivo verificar o efeito da adoção de práticas ESG no desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3. Os resultados indicaram que, no geral, maior <i>score</i> ESG está associado a um maior desempenho financeiro, sob a perspectiva contábil, menor risco financeiro, mas com menor retorno médio das ações.	Regressão linear múltipla e análises estatísticas diversas
Rampini (2024)	2018 a 2023	Teve como objetivo verificar o efeito da adoção de práticas ESG no desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na B3. O estudo identificou 44 práticas ESG implantadas pelas empresas e 3 resultados organizacionais impactados, sendo, o valor da ação, o crescimento da receita e retorno sobre investimento (ROI).	Regressão linear múltipla, bibliométrica e documental
Cavalcanti (2020)	2012 a 2018	Teve como objetivo identificar a relação entre o desempenho ESG e desempenho econômico-financeiro, no curto e médio prazo. Os resultados, no geral, corroboraram com a maioria dos estudos realizados sobre a relação entre desempenho financeiro e desempenho em sustentabilidade, confirmando a relação positiva e endossando, principalmente, as hipóteses do impacto social, no caso dos efeitos que o desempenho ESG causa no desempenho financeiro.	Regressão linear múltipla, bibliométrica e documental
Araújo e Carvalho (2024)	2012 a 2022	O estudo teve como objetivo verificar a relação entre maior pontuação ESG e maior desempenho econômico das empresas. Os resultados indicam uma relação negativa entre as pontuações ESG na dimensão de governança e no desempenho da empresa, tal resultado indica que quanto maior as pontuações relacionadas a governança menor o desempenho financeiro.	Regressão Linear Múltipla
Topanotti (2023)	2021 e 2022	O objetivo desse trabalho consiste em comparar o retorno obtido em empresas listadas no Brasil, na Bolsa e Balcão (B3), com e sem selo ESG. Os resultados apontaram que a empresa analisada, integrante do ISE/B3, apresentou melhor resultado ao investidor.	Documental e análises estatísticas diversas

(continuação)

Autores/Ano	Período da análise	Objetivos e resultados	Metodologia
Martins (2022)	2012 a 2020	O estudo teve como objetivo investigar a existência de associação da divulgação da prática de fatores de sustentabilidade ESG por empresas brasileiras de capital aberto com os seus valores de mercado. Verificou-se neste estudo que os fatores ESG não se apresentaram significantes em relação ao valor de mercado, com exceção da variável S (social), que mostrou associação marginalmente significativa e positiva com o valor da empresa.	Regressão Linear Múltipla
Neves (2022)	2010 a 2021	Teve como objetivo investigar o papel da divulgação do comprometimento ambiental na relação entre as práticas de ESG e o Desempenho Financeiro Corporativo. Os resultados demonstraram que as atividades de ESG desempenhadas são capazes de influenciar positivamente o desempenho financeiro.	Regressão Linear Múltipla
Monteiro, Santos, Santos (2020)	2014 a 2017	Este estudo objetivou investigar se existe relação entre o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto listadas na B3. Os resultados estatísticos obtidos indicaram superioridade de desempenho econômico-financeiro das empresas participantes do ISE em relação àquelas não participantes.	Regressão linear múltipla e análises estatísticas diversas
Teixeira, Nossa, Funchal (2011)	2003 a 2008	Este estudo investigou se a forma de financiamento das empresas é afetada pela participação das firmas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Os resultados encontrados indicam, estatisticamente, que empresas que sinalizaram Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tiveram uma relação negativa com o endividamento e o risco, quando comparadas com aquelas que não sinalizam.	Regressão linear múltipla e análises estatísticas diversas

Fonte: Elaborado pela autora. Dados obtidos de resultados pesquisas internacionais levantadas sobre o tema (2025).

Quadro 6 - Pesquisas Internacionais

(continua)

Autores/Ano	Período da análise	Objetivos e resultados	Metodologia
Deloitte (2022)	2021	O estudo teve como objetivo, investigar se a pontuação ESG de uma empresa tem um impacto mensurável em seu desempenho. Os resultados mostraram que a pontuação ESG de uma empresa tem um impacto significativo no desempenho econômico, ou seja, empresas com pontuações ESG mais altas são recompensadas com um "prêmio de valor impulsionado por ESG".	Regressão Linear Múltipla e análises estatísticas diversas
Whelan, Atz, Holt e Clark (2021)	2015 a 2020	O estudo teve como objetivo identificar a relação entre desempenho econômico e adoção de práticas ESG nos estudos acadêmicos. O estudo revelou que mais de 50% dos estudos científicos atestava uma relação positiva entre os índices de sustentabilidade e o desempenho financeiro das empresas.	Documental e análises estatísticas diversas
Bhaskaran <i>et al.</i> (2020)	2018	Este estudo teve como objetivo examinar o efeito das atividades Ambientais, Sociais e de Governança (ESG) no desempenho de 4.887 empresas globais. Os resultados sugerem que as atividades ESG que interferem no bem-estar dos <i>stakeholders</i> internos e nas melhores práticas de governança corporativa são benéficas para o desempenho das empresas.	Regressão linear simples e análises estatísticas diversas
Zago, Jabbour e Bruhn (2018)	2013 e 2014	O objetivo deste estudo foi verificar se a inclusão de uma empresa na listagem do <i>Dow Jones Sustainability Index</i> ("DJSI"), o que pressupõe alta performance socioambiental, proporciona maior retorno financeiro para ela. Os resultados alcançados apontam para um efeito nulo, não se confirmando a hipótese de maior retorno devido à inclusão no DJSI, mas também não indica uma redução no desempenho financeiro associada a esse fato.	Regressão linear simples e análises estatísticas diversas

(continuação)

Autores/Ano	Período da análise	Objetivos e resultados	Metodologia
Revelli e Viviani (2015)	2013	Os autores testam a relação entre investimento socialmente responsável (ISR) e desempenho financeiro. Os resultados indicam que a consideração da responsabilidade social corporativa em portfólios do mercado de ações não é nem uma fraqueza nem um ponto forte em comparação com investimentos convencionais	Documental e análises estatísticas diversas
Friede, Busch, Bassen (2015)	2012	Os autores investigaram a relação entre o investimento socialmente responsável e desempenho financeiro. Os resultados revelaram uma relação positiva entre desempenho ESG e resultado financeiro. Destacou-se no estudo que o impacto positivo do ESG no desempenho financeiro parece estável ao longo do tempo.	Documental e análises estatísticas diversas
Brammer, Brooks, Pavelin (2006)	2002	Este estudo examinou a relação entre o desempenho social corporativo e os retornos de ações no Reino Unido. Embora as pontuações em um indicador composto de desempenho social sejam negativamente relacionadas aos retornos de ações, descobriu-se que a baixa recompensa financeira oferecida por essas empresas é atribuível ao seu bom desempenho social em relação ao meio ambiente e, em menor grau, aos aspectos comunitários.	Regressão Linear simples e análises estatísticas diversas

Fonte: Elaborado pela autora. Dados obtidos de resultados de pesquisas internacionais sobre o tema (2025).

O cenário apresentado nos Quadros 5 e 6 revelam a diversidade de estudos realizados no Brasil e no exterior, com o objetivo de identificar se a adoção de práticas ESG impacta no desempenho econômico das empresas.

A metodologia encontrada na revisão da literatura é majoritariamente baseada em análise documental e aplicação de métodos estatísticos, sendo a regressão linear simples e múltipla as mais aplicadas nos estudos realizados, tanto no Brasil quanto no exterior, o que corrobora sua escolha como metodologia para a pesquisa em foco nesta dissertação.

Com relação aos resultados obtidos pelas pesquisas indicadas, observa-se que, apesar de não ser um consenso, foram identificados majoritariamente resultados positivos na relação adoção de práticas ESG versus desempenho econômico, parte minoritária identificaram resultados negativos, e até mesmo neutros. Para Griffin, Mahon (1997) e Borba (2005), a contradição observada nos resultados de estudos desta natureza deve-se principalmente às

diferenças conceituais, operacionais e metodológicas nas definições de indicadores de desenvolvimento sustentável e financeiro.

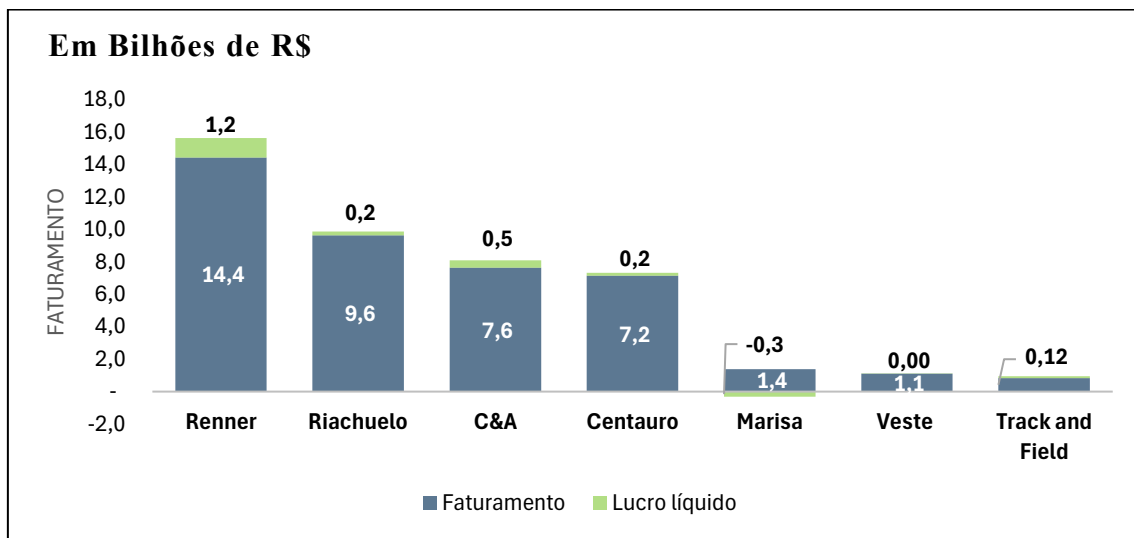
Dessa forma, sinaliza-se que, a depender do cenário, pode-se encontrar ou não impactos positivos no desempenho econômico das empresas que adotam práticas ESG.

3 O SETOR DO VESTUÁRIO NO BRASIL

O setor do vestuário é um dos mais importantes da economia, com grande impacto na geração de empregos e no Produto Interno Bruto. O Brasil possui a quinta maior produção de confecções do mundo e se destaca na produção de diversos tipos de peças de vestuário. De acordo com dados publicados pela Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção – Abit (2025), o setor possui cerca de 25,3 mil empresas e faturou R\$ 212,6 bilhões em 2024 (2023 - R\$ 203,9 bilhões), além disso gerou 1,3 milhão de empregos diretos e recolheu R\$ 24,4 bilhões em impostos e taxas.

O setor é composto por um mix de grandes varejistas, grupos de marcas e fabricantes que se destacam por seu faturamento, capilaridade e influência no mercado. A Figura 9 apresenta as maiores empresas do segmento, considerando o faturamento.

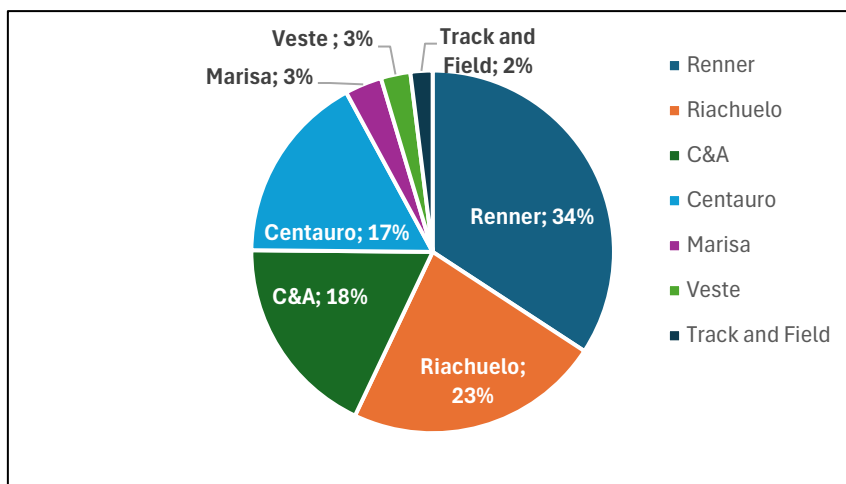
Figura 9 - As maiores empresas do setor do vestuário do Brasil em 2024



Fonte: Elaborada pela autora.

A Figura 10 apresenta graficamente a participação no mercado entre as 7 principais empresas do setor do vestuário.

Figura 10 – Participação entre as maiores empresas do setor do vestuário do Brasil em 2024



Fonte: Elaborada pela autora.

As Figuras 9 e 10 demonstram as companhias que lideram o setor do vestuário no Brasil com suas amplas redes de lojas físicas e forte presença online, a seguir é apresentado um breve histórico dessas empresas:

(i) Lojas Renner S.A.

Fundada no Rio Grande do Sul, Brasil, em 1965, a Lojas Renner S.A. consolidou-se como a maior varejista de moda do país. Seu portfólio inclui as marcas Renner, *Youcom* (moda jovem) e *Camicado* (casa e decoração), com a marca Renner respondendo por expressivos 91% do faturamento. Em 2024, a empresa operava com 686 lojas físicas e uma robusta presença no e-commerce. A Renner é reconhecida por seus investimentos em inovação e por sua forte atuação em sustentabilidade, exemplificada pelo programa "Ciclo Moda Responsável", focado na rastreabilidade da cadeia de valor, na utilização de matérias-primas e processos de menor impacto, e no desenvolvimento de produtos mais sustentáveis."

(ii) Riachuelo (Grupo Guararapes)

Fundada em 1947 no Rio Grande do Norte, nordeste do Brasil, a Riachuelo é a segunda maior empresa do varejo de moda no país. Em 2024, possuía 425 lojas físicas espalhadas por todo o país, além da operação de *e-commerce*. A Riachuelo faz parte do seletor grupo de empresas da lista *CDP - Carbon Disclosure Project*, com nota máxima "A" no questionário de Mudanças Climáticas, evidenciando seu compromisso com a gestão de emissões de carbono. A empresa tem investido na circularidade de seus produtos e adota programas de diversidade e

inclusão, reforçando seus pilares ESG. A Riachuelo criou um forte movimento chamado “CRIA!” para unificar suas práticas de sustentabilidade, visando democratizar a sustentabilidade.

(iii) C&A Modas S.A.

A C&A é uma de origem Holandesa, com forte presença no Brasil, a primeira loja foi inaugurada em 1976 na cidade de São Paulo. Em 2024, a marca contava com 332 lojas físicas no Brasil e canal ativo no *e-commerce*. A C&A tem se destacado por suas iniciativas de sustentabilidade, especialmente em relação à cadeia de suprimentos e ao uso de materiais mais responsáveis. A marca possui um instituto que fomenta projetos de impacto social e ambiental, com foco em empreendedorismo e comunidades vulneráveis.

(iv) Centauro (Grupo SBF)

A Centauro foi fundada em 1981 no estado de Minas Gerais no Brasil, é a maior rede multicanal de artigos esportivos da América Latina. Em 2024, a Centauro possuía 227 lojas físicas, além do *e-commerce*. Embora o foco principal da Centauro seja o segmento esportivo, ela tem uma participação relevante no mercado de vestuário, especialmente em linhas de performance e casual-esportiva. A Centauro possui ações com foco no cuidado com o meio ambiente, consumo responsável e energia limpa. A marca implementou um biodigestor para tratamento de resíduos orgânicos em seu Centro de Distribuição, com a finalidade de minimizar os impactos ambientais.

(v) Marisa

Fundada em 1948 na cidade de São Paulo, a Marisa é uma das mais tradicionais varejistas de moda feminina do Brasil, com uma longa história no mercado. Em 2024 a empresa operava com cerca de 235 lojas físicas além do *e-commerce*. A Marisa possui foco significativo em Diversidade, Inclusão e Pertencimento, com programas de trainee para mulheres, grupos de afinidade (Mulheres, LGBTQIA+, Raça, Gerações, PCDs) e adoção da Política do Nome Social.

(vi) Veste S.A.

A empresa Veste foi fundada em 1982, na cidade de São Paulo. A marca é varejista da moda brasileira, focada principalmente no segmento *premium* e de alto padrão. Seu portfólio de marcas inclui nomes como Le Lis Blanc, John John, Dudalina, Bo.Bô e Individual. Em 2024, a Veste S.A. possuía cerca de 182 lojas físicas. A Veste é signatária do Pacto Global da ONU, participa do Movimento Elas Lideram para a equidade de gênero na alta liderança e do Movimento Ambição Net Zero da ONU Brasil.

(vii) Track&Field

A Track&Field foi fundada em 1988, na cidade de São Paulo. A Empresa é especializada em moda *fitness* e casual esportiva, com uma rede de lojas físicas e forte presença online. Em 2024 a Track&Field possuía 398 lojas físicas no Brasil, sendo 345 franquias e 53 próprias, além do canal *e-commerce*. A Track & Field tem se posicionado com foco na saúde e bem-estar, e tem explorado iniciativas de sustentabilidade em sua cadeia de produção, como o uso de tecidos com tecnologias mais sustentáveis e a gestão de resíduos.

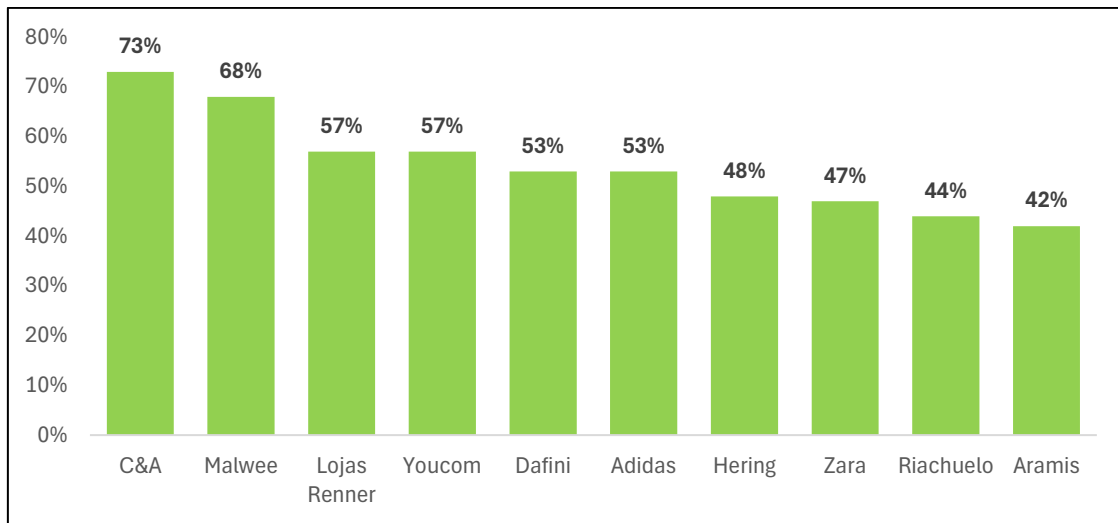
A adoção de práticas ESG por grandes empresas do setor do vestuário é de importância estratégica e ajuda a garantir a sustentabilidade do planeta dada a natureza de intensiva utilização de recursos, com cadeias de suprimentos complexas e um histórico de impactos ambientais e sociais negativos.

De acordo com o Índice de Transparência da Moda Brasil - ITMB (2024), o setor do vestuário é o segundo mais poluente do mundo, devido a utilização de grande quantidade de água e energia na produção e os resíduos produzidos têm alto potencial de poluir o solo e a água. A produção de roupas, especialmente o tingimento e acabamento, utiliza grande quantidade de água e produtos químicos, resultando na contaminação do solo e da água, estima-se que a indústria têxtil seja responsável por até 20% da poluição da água potável em nível global. Além disso é um grande produtor de lixo, a cada segundo, um caminhão de lixo cheio de roupas é descartado no mundo. O setor também é considerado um dos setores que mais estimulam o trabalho escravo.

Na Edição de 2023, o ITMB analisou e classificou o desempenho ESG das 60 principais marcas varejistas do setor do vestuário do mercado brasileiro, o resultado revelou uma melhora significativa nos indicadores em relação a primeira edição da pesquisa em 2018. Contudo,

apenas cinco marcas do vestuário pontuaram acima de 60% (C&A, Malwee, Dafiti, Renner e Youcom - marca Renner). A pesquisa também revelou 16 marcas que obtiveram pontuação zero, entre elas, a Havan, a Colcci e a Fórum, e permanecem estagnadas nessa posição desde que foram incluídas no Índice. A Figura 10 apresenta a pontuação das 10 principais empresas.

Figura 11- As 10 maiores pontuações de práticas ESG no setor do vestuário do Brasil em 2023 de acordo com o ITMB



Fonte: Elaborada pela autora com base no Relatório Índice de Transparência da Moda Brasil - Edição 2023.

Por fim, conclui-se que a magnitude do setor de vestuário no Brasil lhe confere não apenas uma posição de destaque econômico, mas também uma responsabilidade crucial na transição para um futuro mais sustentável e equitativo.

4 METODOLOGIA DE PESQUISA

4.1 Classificação da pesquisa

Em relação aos objetivos, a presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois descreve comportamentos de determinada população (Raupp e Beuren, 2013). Segundo Andrade (2012, p. 112), na pesquisa descritiva “os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles”. Em relação aos procedimentos, é documental, porque, ao interpretar documentos secundários pode extrair deles algum sentido e introduzir valor à análise, “contribuindo com a comunidade científica a fim de que outros possam voltar a desempenhar futuramente o mesmo papel” (Raupp e Beuren, 2013, p. 89).

Quanto à abordagem do problema, este estudo é classificado como quantitativo, já que investiga o impacto de variáveis independentes em uma variável dependente por meio de técnicas estatísticas. Assim, o método quantitativo auxilia o pesquisador na análise da maneira na qual as variáveis estão associadas ou relacionadas (Richardson, 1999). A investigação das relações propostas neste estudo foi operacionalizada por meio da técnica estatística de Regressão multivariada com Dados em Painel, a partir desta técnica, será possível identificar os resultados sobre as relações entre as variáveis propostas para o desenvolvimento do estudo.

O método de pesquisa utilizado é o dedutivo, visto que parte de teorias ou premissas gerais para realizar conclusões ou previsões específicas. Além disso, apresenta a formulação de um problema, hipóteses de pesquisa; verifica-se as hipóteses e, a partir disso, obtém-se os resultados. Este método permite ao pesquisador alcançar conclusões formais com base lógica, a partir das temáticas e fenômenos investigados.

Nesta pesquisa, foram utilizados procedimentos com dados coletados em pesquisa bibliográfica e documental. Para a elaboração do problema, parte inicial da pesquisa e revisão literária, houve vasta busca por publicação em livros, em revistas, em artigos acadêmicos, em dissertações e teses, nas bases de dados *Google Scholar*, *SciELO*, *Scopus*, Portal Periódicos Capes e USP, considerando tanto a abrangência nacional quanto a internacional, e, posteriormente, houve um tratamento analítico. Foi utilizada a *query* “ESG” ou “Sustentabilidade” ou “*Sustainability*” e “desempenho econômico”, “Indicadores” e “EVA[®]”.

4.2 Hipóteses da pesquisa

Na perspectiva de que o desempenho ESG influencia o desempenho econômico das empresas, este estudo buscou analisar as seguintes hipóteses de pesquisa:

Hipótese 1 (H1): A adoção de práticas ESG contribui, de forma estatisticamente significativa, para a explicação do desempenho econômico das empresas medido pelo *EVA*[®].

Hipótese 2 (H2): A adoção de práticas do fator Ambiental (ENV) contribui, de forma estatisticamente significativa, para a explicação do desempenho econômico das empresas medido pelo *EVA*[®].

Hipótese 3 (H3): A adoção de práticas do fator Social (SOC) contribui, de forma estatisticamente significativa, para a explicação do desempenho econômico das empresas medido pelo *EVA*[®].

Hipótese 4 (H4): A adoção de práticas do fator Governança (GOV) contribui, de forma estatisticamente significativa, para a explicação do desempenho econômico das empresas medido pelo *EVA*[®].

4.3 Seleção e caracterização da amostra

A pesquisa utilizou como população, a relação das maiores empresas que compõem o setor de vestuário dos trimestres compreendidos no período de 2021 a 2024, a população é composta por 7 empresas. Posteriormente, foram consideradas apenas empresas listadas na bolsa de valores B3 e, na sequência, foram selecionadas aquelas empresas que possuíam pontuação no ISE da B3 no período da análise.

A justificativa para a escolha de empresas listadas na bolsa de valores B3, está associada às informações divulgadas abertamente nos *sites* de relações com investidores (relatórios financeiros e não financeiros) da B3, Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O período amostral de 2021 a 2024, abarcando os quatro últimos anos, está relacionado ao início da disponibilidade pública dos indicadores de sustentabilidade ISE da B3. A combinação dos critérios mencionados conduziu a seleção de 2 (duas) empresas como amostra, conforme Quadro 7.

Quadro 7 - Empresas selecionadas da amostra

Posição	Empresa	B3	Posição no Ranking ISE	Score ESG (total)	Score ENV	Score SOC	Score GOV	Incluídas no estudo?
1	Lojas Renner	Sim	3 ^a	88,38	85,70	79,73	96,66	Sim
2	Riachuelo	Sim	54 ^a	70,33	100,00	74,69	65,35	Sim
3	C&A	Sim	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Não
4	Centauro	Não	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Não
5	Marisa	Não	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Não
6	Veste	Não	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Não
7	<i>Track and Field</i>	Não	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Não

Fonte: Elaborado pela autora. Dados obtidos de *Score ESG ISE da B3* (2024).

O Quadro 7 demonstra o critério de seleção das 2 empresas, Lojas Renner e Riachuelo, que atenderam a todos os requisitos da amostra.

4.4 Instrumentos de coleta das informações e cálculos efetuados

4.4.1 Coleta das informações contábeis e financeiras

Para coletar as informações que se baseia em dados contábeis e financeiros, foi utilizada as Demonstrações Financeiras consolidadas, trimestrais e auditadas das empresas da amostra. Essas demonstrações foram obtidas diretamente nos *sites* das empresas. A partir da Demonstração do Resultado e do Balanço Patrimonial, foi possível coletar as informações e realizar os cálculos do *EVA*[®] e dos indicadores contábeis ROA e Crescimento das vendas.

4.4.2 Cálculo do *EVA*[®]

Para este estudo, o cálculo do *EVA*[®] foi realizado trimestralmente para cada empresa. Para o cálculo do NOPAT foram ajustadas as receitas e despesas não operacionais, assim como itens extraordinários de ambas as empresas, como por exemplo, o resultado obtido na venda de ativo imobilizado, por não se referir à atividade operacional, foi desconsiderada do cálculo.

Em seguida, foi apurado o capital operacional investido das empresas da amostra utilizando a metodologia apresentada na seção 2.3.2 (Quadro 2).

Devido à falta de dados sobre as taxas reais de financiamento das empresas da amostra, o custo de capital de terceiros foi estimado usando a taxa SELIC somada a um *spread* bancário

de 3% ao ano, líquido do benefício fiscal, calculado pela alíquota de imposto de renda de 34%, conforme demonstra a Fórmula 4:

$$CD = (SELIC + Spread \text{ bancário}) \times (1 - 0,34) \quad (4)$$

Foi considerada a SELIC, acumulada por trimestre, obtida do *site* do Governo Federal e o *spread* foi proporcionalizado para cada trimestre para melhor assertividade do cálculo. A Tabela 2 detalha o cálculo mencionado.

Tabela 2 - Custo de capital de terceiros líquido

Trimestre	SELIC equivalente ao trimestre *	Spread bancário 3% a.a.	Custo de capital de terceiros	Custo de capital de terceiros após impostos (CD)
1.º Trim 2021	0,48%	0,75%	1,23%	0,81%
2.º Trim 2021	0,79%	0,75%	1,54%	1,02%
3.º Trim 2021	1,23%	0,75%	1,98%	1,31%
4.º Trim 2021	1,85%	0,75%	2,60%	1,72%
1.º Trim 2022	2,42%	0,75%	3,17%	2,09%
2.º Trim 2022	2,88%	0,75%	3,63%	2,40%
3.º Trim 2022	3,27%	0,75%	4,02%	2,65%
4.º Trim 2022	3,16%	0,75%	3,91%	2,58%
1.º Trim 2023	2,21%	0,75%	2,96%	1,95%
2.º Trim 2023	3,11%	0,75%	3,86%	2,55%
3.º Trim 2023	3,18%	0,75%	3,93%	2,59%
4.º Trim 2023	2,81%	0,75%	3,56%	2,35%
1.º Trim 2024	2,60%	0,75%	3,35%	2,21%
2.º Trim 2024	2,51%	0,75%	3,26%	2,15%
3.º Trim 2024	2,62%	0,75%	3,37%	2,22%
4.º Trim 2024	2,65%	0,75%	3,40%	2,24%

Fonte: Elaborada pela autora. * Taxa SELIC divulgada no *site* do Governo Federal.

Tendo em vista que o uso do modelo de precificação de ativos (CAPM) para estimar o custo do capital próprio (CE) não produziu resultados que refletissem adequadamente o risco

associado às atividades operacionais da empresa analisada, arbitrou-se como parâmetro para o custo do capital próprio 120% do custo de capital de terceiros (CD).

Após definição do custo de capital próprio e de terceiros, foi utilizada a Fórmula 2 apresentada na seção 2.3.3 para o cálculo do WACC (CMPC). O cálculo do 1.º trimestre de 2021 foi obtido conforme demonstrado na Fórmula 5, e assim sucessivamente para os demais períodos:

$$\text{CMPC (WACC)} = [\text{CD} \times (\text{D/C})] + [\text{CE} \times (\text{E/C})] \quad (5)$$

Sendo:

$$\text{CMPC (WACC)} = (0,81\% \times 48,03\%) + (0,97\% \times 51,97\%) = 0,9\% \quad (5)$$

Foi calculado o *EVA*[®] para o período amostral. A Tabela 3 apresenta os valores apurados do NOPAT, capital operacional investido, CMPC e os resultados trimestrais do *EVA*[®] para as empresas selecionadas da amostra.

Tabela 3 – Cálculo do *EVA*[®] das empresas da amostra (em milhões de reais)

(continua)

Trimestre	Empresa	NOPAT (milhares de R\$)	Capital operacional investido (milhares de R\$)	CMPC %	<i>EVA</i>[®] Trimestral (milhares de R\$)
1.º Trim 2021*	Lojas Renner	(52)	6.420	0,9%	(110)
2.º Trim 2021	Lojas Renner	208	9.828	1,1%	95
3.º Trim 2021	Lojas Renner	203	9.984	1,5%	55
4.º Trim 2021	Lojas Renner	439	10.309	2,0%	236
1.º Trim 2022*	Lojas Renner	163	10.589	2,4%	(91)
2.º Trim 2022	Lojas Renner	379	10.215	2,7%	98
3.º Trim 2022	Lojas Renner	185	10.109	3,0%	(122)
4.º Trim 2022	Lojas Renner	501	8.928	2,9%	238
1.º Trim 2023*	Lojas Renner	58	8.466	2,2%	(132)
2.º Trim 2023	Lojas Renner	239	8.348	2,9%	6
3.º Trim 2023	Lojas Renner	143	8.016	3,0%	(96)
4.º Trim 2023	Lojas Renner	511	8.108	2,7%	291
1.º Trim 2024*	Lojas Renner	103	7.715	2,6%	(95)

(continuação)

Trimestre	Empresa	NOPAT (milhares de R\$)	Capital operacional investido (milhares de R\$)	CMPC %	EVA® Trimestral (milhares de R\$)
2.º Trim 2024	Lojas Renner	306	7.752	2,5%	112
3.º Trim 2024	Lojas Renner	259	7.617	2,6%	61
4.º Trim 2024	Lojas Renner	566	7.656	2,6%	365
1.º Trim 2021*	Riachuelo	(38)	3.633	0,9%	(71)
2.º Trim 2021	Riachuelo	67	3.607	1,1%	26
3.º Trim 2021	Riachuelo	77	3.977	1,5%	19
4.º Trim 2021	Riachuelo	250	4.706	1,9%	159
1.º Trim 2022*	Riachuelo	(23)	4.361	2,4%	(126)
2.º Trim 2022	Riachuelo	101	4.426	2,7%	18
3.º Trim 2022	Riachuelo	71	4.271	3,0%	(56)
4.º Trim 2022	Riachuelo	292	4.930	2,9%	149
1.º Trim 2023*	Riachuelo	(29)	4.549	2,2%	(128)
2.º Trim 2023	Riachuelo	75	4.394	2,8%	50
3.º Trim 2023	Riachuelo	40	4.231	2,9%	83
4.º Trim 2023	Riachuelo	393	4.490	2,6%	275
1.º Trim 2024*	Riachuelo	50	4.333	2,5%	(57)
2.º Trim 2023	Riachuelo	148	4.559	2,4%	37
3.º Trim 2024	Riachuelo	124	4.785	2,5%	4
4.º Trim 2024	Riachuelo	313	5.249	2,6%	179

Fonte: Elaborado pela autora.

(*) Valores negativos em decorrência da sazonalidade do setor.

A Tabela 3 revela um padrão interessante no desempenho do *EVA*® durante o ano. Observamos trimestres de valor agregado negativo ou baixo, especialmente, no início do ano. No entanto, a capacidade de recuperação é um ponto forte, com resultados robustos nos trimestres finais. Essa melhora é impulsionada, em grande parte, pelas datas comemorativas do varejo, que aquecem as vendas e contribuem para a geração de valor.

Com o objetivo de assegurar a consistência dos resultados apurados, avaliou-se a sazonalidade do setor e os principais indicadores econômico-financeiros das empresas da amostra.

O setor do vestuário apresenta frequentemente uma sazonalidade marcante, com vendas mais baixas no primeiro trimestre do ano, esse padrão é influenciado por uma combinação de fatores econômicos e culturais. Em janeiro, muitos consumidores estão lidando com as faturas dos cartões de crédito e outras despesas acumuladas de dezembro, compras de Natal e Ano Novo. Adicionalmente, o primeiro trimestre concentra uma série de despesas obrigatórias como IPVA (Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores), IPTU (Imposto Predial e Territorial Urbano), material escolar, matrícula em escolas e faculdades. Esses fatores reduzem o poder de compra discricionário para itens não essenciais como roupas, o que justifica resultados menores para o setor de vestuário, especialmente nos primeiros trimestres de cada ano.

Na análise dos indicadores de rentabilidade e lucratividade (Tabela 4), verificou-se que ambas as empresas apresentaram índices satisfatórios, com destaque às Lojas Renner que apresenta resultados superiores à Riachuelo.

Tabela 4 - Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade

Indicadores %	2021	2022	2023	2024
Lojas Renner				
Margem EBITDA	23,3%	25,3%	24,7%	25,2%
Crescimento das vendas	40,3%	25,5%	2,8%	5,8%
ROE	4,2%	4,8%	5,2%	4,5%
Riachuelo				
Margem EBITDA	20,5%	9,7%	19,9%	18,0%
Crescimento das vendas	15,6%	17,1%	4,0%	9,5%
ROE	5,8%	1,9%	4,4%	4,6%

Fonte: Elaborada pela autora.

Após as análises, concluiu-se que os *EVAs*[®] calculados corroboram a viabilidade das empresas da amostra e confirmam que houve criação de valor para o acionista nos períodos analisados. De forma geral, tanto as Lojas Renner quanto a Riachuelo, são empresas consolidadas no mercado, possuem histórico de lucro e bons indicadores contábil-financeiro.

4.4.3 Coleta das variáveis de sustentabilidade

O instrumento para coleta das variáveis independentes ESG (total) e os fatores Ambiental (ENV), Social (SOC) e Governança (GOV) separadamente é o *site* da B3, uma instituição de referência que monitora e avalia as práticas ESG das empresas desde 2005. Por meio desse *site*, foi possível coletar as pontuações ESG total e a pontuação dos fatores separadamente (ENV, SOC e GOV), conforme demonstrado no Quadro 7.

Metodologicamente, o valor do *Score* base do ISE varia de 0 a 100 pontos percentuais. Quanto à pontuação, o valor 0 é a menor pontuação para a composição do *score* e indica que a empresa não cumpre os requisitos ESG e 100 pontos indica que a empresa cumpre em grau máximo todos os requisitos ESG analisados. O ISE divide a pontuação em dimensões, para este estudo, a dimensão “Clima” foi considerada como a variável independente ENV, a dimensão “Capital Humano” foi considerada como a variável independente SOC e a dimensão “Governança Corporativa e Alta Gestão” foi considerada como a variável independente GOV.

4.5 Técnicas de análise quantitativa dos dados

Para a análise dos dados, utilizou-se a técnica estatística de regressão linear multivariada com dados em painel, a fim de atingir o objetivo do estudo.

Conforme Jaccard e Jacoby (2019, p.352) “a análise de regressão múltipla envolve a regressão de uma variável de resultado, Y, em duas ou mais variáveis preditoras”, X. Os autores afirmam que este tipo de regressão pode ser usado para explorar relações moderadas e investigar uma variedade de outras relações causais complexas (Jaccard e Jacoby, 2019). A escolha do método auxilia na identificação de um coeficiente de regressão estatisticamente significativo para um determinado preditor. Dessa maneira, é possível indicar que há uma possível relação causal entre a variável preditora (variável independente) - uma causa presumida - e o efeito observado no trabalho (Cumming, 2013).

A variável de resultado, também denominada de variável dependente, *EVA*[®] e as variáveis preditoras ou independentes são o *score* ESG (total), os *scores* ENV, SOC, GOV separadamente, e as variáveis de controle Retorno sobre os Ativos (ROA), Custo do capital líquido e Crescimento das vendas, encontram-se no Quadro 8, para resposta às hipóteses H1, H2, H3 e H4.

Quadro 8 - Resumo das variáveis

Variável	Medida das variáveis	Relação Esperada	Referências
<i>Variável dependente</i>			
<i>EVA</i> [®]	Valor Econômico Agregado =NOPAT - (Capital operacional investido x WACC)	-	Lo e Sheu (2007); Arayssi, Dah e Jizi (2016); Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Ionescu <i>et al.</i> (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull, (2020); Lee e Kim (2021).
<i>Variáveis independentes</i>			
ESG	<i>Score</i> ESG (ISE)	Positiva	Aboud e Diab (2018); Chauhan e Kumar (2018); Kim, Park e Lee (2018); Ionescu <i>et al.</i> (2019); Ahmad, Yaqub, Lee (2024); Kalia e Aggarwal (2023); Kumar e Firoz (2022); Naeem, Cankaya, Bildik (2022); Velte, 2017.
ENV	<i>Score</i> Clima (ISE)	Positiva	
SOC	<i>Score</i> Capital Humano (ISE)	Positiva	
GOV	<i>Score</i> Governança Corporativa e Alta Gestão (ISE)	Positiva	
<i>Variáveis de controle</i>			
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Lucro Líquido/ Ativo Total	Positiva	Lo e Sheu (2007); Arayssi, Dah e Jizi (2016); Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Ionescu, Firoiu, Pîrvu (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull(2020); Lee e Kim (2021).
Custo de capital líquido (CCL)	Custo bruto da dívida x (1- IR)	Negativa	Almeida <i>et al.</i> (2016).
Crescimento das vendas (CRESC)	(Receitat+1/Receitat) - 1	Positiva	Lo e Sheu (2007); Velte (2020); Aouadi e Marsat (2018); Li <i>et al.</i> (2018); Wong <i>et al.</i> (2021).

Fonte: Elaborada pela autora.

Para compor o modelo estatístico, foram definidas variáveis de controle que representam atributos de desempenho específicos das empresas, como ROA, Custo de capital líquido e Crescimento das vendas, variáveis apontadas pela literatura como determinantes na análise do desempenho das empresas. O controle destas variáveis tem o objetivo de evitar avaliações enviesadas e obter o efeito real do desempenho ESG no desempenho econômico corporativo das empresas analisadas (Naeem, Cankaya e Bildik, 2022).

- **ROA:** Assaf Neto (2003) afirma que o ROA é um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa, pois ele reflete o desempenho de duas medidas, a margem operacional e o giro do ativo total. Este indicador representa, o grau de eficiência com que os ativos são usados para a realização das vendas da empresa. A correlação do ROA com o *EVA*[®] é direta, o que significa que um ROA elevado significa que a empresa é muito eficiente em converter seus ativos em lucro operacional, o que diretamente impulsiona a capacidade de gerar valor econômico. O Retorno sobre Ativos (ROA), média dos últimos quatro anos, foi de 4,9% ao ano para as Lojas Renner e de 1,25% ao ano para a Riachuelo.
- **CCL:** Custo de capital líquido é o custo líquido da dívida de longo prazo após os impostos (IR e CS). É calculado considerando o custo da dívida das empresas e representa a taxa de remuneração exigida pelos credores para emprestar recursos financeiros para as empresas. Como as despesas financeiras (juros da dívida) são dedutíveis para fins de Imposto de Renda para se obter o custo de capital líquido é deduzido o percentual correspondente ao IR. O CCL é fundamental na obtenção do WACC (CMPC) e tem potencial de impactar o desempenho econômico das empresas. Nos últimos quatro anos, o CCL médio das Lojas Renner foi de 8% ao ano, enquanto o da Riachuelo foi de 9% ao ano.
- **CRESC:** O crescimento das vendas é um indicador chave da vitalidade de uma empresa, refletindo sua capacidade de expandir a base de clientes e o volume de produtos. Esse crescimento influencia diretamente o NOPAT (Lucro Operacional Líquido Após Impostos), que, por sua vez, é um impulsionador primário do *EVA*[®] (Valor Econômico Adicionado). Portanto, uma expansão robusta das vendas é crucial para aumentar tanto o NOPAT quanto, conseqüentemente, o *EVA*[®]. Para o período analisado, Lojas Renner e Riachuelo reportaram taxas médias de crescimento anual de vendas de 18,6% e 11,6%, respectivamente.

Para este estudo, assumiu-se, a condição de significância estatísticas para *p-value* de 0,05 ou 5%. Desse modo, se o *p-value* dos valores previstos for inferior a esse nível de

significância determinado, assume-se a condição de variável independente estatisticamente significativa para a explicação da variabilidade da variável dependente.

Desse modo, os modelos estatísticos para suporte do estudo dos impactos das práticas ESG no desempenho econômico das empresas foram assim definidos, por meio das seguintes regressões multivariadas com dados em painel:

$$(H1): EVA^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ESG_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(H2): EVA^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ENV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(H3): EVA^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 SOC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(H4): EVA^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROAA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$EVA^{\text{®}}$ = variável resposta (variável dependente);

β_0 = coeficiente linear (intercepto);

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$, = coeficientes de regressão parciais (coeficientes angulares);

ROA_{it} (desempenho econômico), CCL_{it} (Custo de capital líquido), $CRESC_{it}$ (Crescimento das vendas) = variáveis explicativas (variáveis de controle);

ESG_{it} = variável explicativa, representativa da pontuação ESG total;

ENV_{it} = variável explicativa, representativa da pontuação do fator Ambiental;

SOC_{it} = variável explicativa, representativa da pontuação do fator Social; e

GOV_{it} = variável explicativa, representativa da pontuação do fator Governança.

ε = erro experimental.

O *software* utilizado, neste estudo, para a rodagem dos dados coletados e calculados, foi o sistema *EViews*® 12 fornecido pela empresa *S&P Global*.

5 ANÁLISE DE RESULTADOS

Após a realização da coleta dos dados, a tabulação, os cálculos e a rotação dos indicadores de desempenho econômico para as duas empresas selecionadas do setor de vestuário, dos trimestres de 2021 a 2024, apresentam-se a seguir os resultados e respectivas análises do painel de dados.

5.1 Painel de dados – resultados preliminares

Previamente a rotação dos dados foi efetuada a seleção do modelo de efeitos mais adequado (empilhado – *pooled* -, fixo e aleatório). Decidiu-se por descartar o modelo empilhado (*pooled*), uma vez que esse modelo é um estimador simples, o qual se baseia no comportamento uniforme de todos os indivíduos ao longo do tempo e, principalmente, na homogeneidade das observações, desconsiderando a heterogeneidade existente entre as empresas, objeto da análise.

Para a escolha entre os modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios foi aplicado o teste de *Hausman*. O teste (Tabela 5) validou a superioridade do modelo de efeitos fixos sobre o modelo de efeitos aleatórios com $p\text{-valor} < 0,05$ ($p\text{-valor} = 0,046$).

Tabela 5 – Teste de *Hausman*

Efeitos Aleatórios Correlacionados – Teste de <i>Hausman</i>	
Efeitos aleatórios do período de teste	
Resumo do teste	P-valor
Período aleatório	0,046

Fonte: Elaborada pela autora.

O modelo de efeitos fixos é capaz de lidar com a correlação entre os efeitos individuais não observados e as variáveis explicativas, produzindo estimativas consistentes. Nesse modelo, o intercepto tende a diferir entre os indivíduos (empresas), porque considera as características individuais dos indivíduos da amostra. Ainda que as amostras considerem empresas do mesmo setor e porte similar, os resultados podem não ser coincidentes, em virtude de estratégias de negócio e políticas de investimento e o modelo de efeitos fixos visa capturar essas particularidades no cálculo.

Na sequência, foi analisada a matriz de correlação para identificar a existência de variáveis fortemente correlacionadas. A análise de correlação possibilita a identificação do grau

de associação entre as variáveis independentes para cada modelo de regressão. Assumiu-se a premissa de validar as variáveis independentes com grau de correlação positiva moderada de até 0,69, conforme a classificação de Devore (2018), demonstrada no Quadro 9.

Quadro 9 - Interpretação de intervalos de correlação

Intervalo de correlação	Interpretação
0,00 a 0,19	Correlação positiva bem fraca
0,20 a 0,39	Correlação positiva fraca
0,40 a 0,69	Correlação positiva moderada
0,70 a 0,89	Correlação positiva forte
0,90 a 1,00	Correlação positiva muito forte

Fonte: Devore (2018).

As Tabelas 6, 7, 8 e 9 apresentam a matriz de correlação entre as variáveis independentes para cada modelo de regressão:

Tabela 6 - Matriz de correlação fator ESG

Correlação	ROA	CRESC	CCL	ESG
ROA	1,000	0,070	0,121	0,326
CRES	0,070	1,000	0,031	0,006
CCL	0,121	0,038	1,000	0,339
ESG	0,325	0,006	0,331	1,000

Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 7 - Matriz de correlação fator ENV (Ambiental)

Correlação	ROA	CRESC	CCL	ENV
ROA	1,000	0,070	0,121	0,155
CRES	0,070	1,000	0,031	- 0,016
CCL	0,121	0,038	1,000	0,442
ENV	0,155	- 0,016	0,442	1,000

Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 8 - Matriz de correlação fator SOC (Social)

Correlação	ROA	CRESC	CCL	SOC
ROA	1,000	0,070	0,121	0,090
CRESC	0,070	1,000	0,031	- 0,037
CCL	0,121	0,038	1,000	0,060
SOC	0,090	- 0,036	0,060	1,000

Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 9 - Matriz de correlação fator GOV (Governança)

Correlação	ROA	CRESC	CCL	GOV
ROA	1,000	0,070	0,121	0,342
CRESC	0,070	1,000	0,031	- 0,002
CCL	0,121	0,038	1,000	0,367
GOV	0,342	- 0,002	0,367	1,000

Fonte: Elaborada pela autora.

As correlações entre as variáveis vão de moderadas a baixas, indicando que não há uma relação linear forte entre elas. Por exemplo, a correlação entre ROA e ESG é moderada (0,326) e a correlação entre CRESC e ESG é baixa (0,006). Portanto, a multicolinearidade não é um fator que afeta os modelos propostos.

Para avaliar a presença de autocorrelação serial de primeira ordem entre as variáveis independentes foi utilizada a análise do índice de *Durbin-Watson*. De acordo com Turner (2019), índices no intervalo de 1.5 a 2.5 são geralmente considerados normais, sugerindo ausência de autocorrelação significativa. Valores abaixo de 1.5 sugerem autocorrelação positiva, enquanto valores acima de 2.5 indicam autocorrelação negativa.

Tabela 10 – Teste de *Durbin-Watson*

Teste	H1	H2	H3	H4
<i>Durbin-Watson stat</i>	1,79	1,56	1,82	1,93

Fonte: Elaborada pela autora.

A partir dos resultados obtidos pelo teste de *Durbin-Watson*, assumiu-se a inexistência de autocorrelação significativa entre os valores das variáveis da amostra, visto que os valores ficaram entre o intervalo de 1,5 a 2,5.

A subseção seguinte apresenta os resultados das estimações para as Hipóteses do presente estudo.

5.2 Resultados da pesquisa

A partir da regressão de dados em painel, envolvendo uma dimensão temporal (trimestres dos anos 2021 a 2024) e espacial (2 empresas), totalizando 32 observações, encontraram-se os resultados da pesquisa para os fatores ESG (total), Ambiental (ENV), Social (SOC) e Governança (GOV).

5.2.1 Hipótese 1 (H1): A relação entre *EVA*[®] e o ESG (total)

Na H1 investigou-se a relação entre o desempenho econômico mensurado pelo *EVA*[®] (variável dependente) e um conjunto de variáveis independentes, formados pela variável de performance ESG, medida pelo índice ESG ISE da B3 e as variáveis de controle, representadas pelo Retorno sobre os Ativos (ROA), custo de capital líquido (CCL) e Crescimento das vendas (CRESC). Para testar a hipótese H1 foi utilizado o modelo de regressão:

$$EVA^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_t + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ESG_{it} + \varepsilon_{it}$$

Por meio da regressão de dados em painel encontraram-se os seguintes resultados para o fator ESG (total) pelo programa *Eviews*[®], conforme Tabela 11.

Tabela 11 – Painel de dados - Regressão do *EVA*[®] com práticas ESG

(continua)

Variável dependente: <i>EVA</i> [®]	Coefficiente (expresso em milhares R\$)	P-value
ROA	11.834	0,00
CCL	(10.948)	0,01
CRESC	126	0,02
ESG	10	0,01
C (Intercepto)	(638)	0,01

(continuação)

Estatísticas Ponderadas	
<i>R-squared</i>	0,82
<i>R-squared ajustado</i>	0,79
<i>F-statistic</i>	0,0000

Fonte: Elaborada pela autora.

Os resultados obtidos indicam que o modelo estatístico possui um elevado poder explicativo para a variação do *EVA*[®]. Conforme demonstrado pelo coeficiente *R-squared* Ajustado de 0,79, aproximadamente, 79% da variância total do *EVA*[®] é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo. Este elevado ajuste corrobora a relevância das variáveis selecionadas na compreensão da performance econômica agregada das empresas. A análise da significância global do modelo, evidenciada pela estatística F com uma probabilidade de 0,0000 ($p < 0,01$), confirma que o modelo é estatisticamente significativo. Este achado sugere que as variáveis independentes em conjunto exercem um impacto relevante e não aleatório sobre o *EVA*[®].

Em relação aos coeficientes das variáveis independentes, observa-se que a variável ROA apresenta um coeficiente positivo e altamente significativo (11.834; $p = 0,00$), revelando uma relação positiva. Este resultado sugere que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 0,00% ($p < 0,01$) e indica que um aumento de uma unidade no percentual do ROA está associado a um aumento de R\$ 11.834 mil no *EVA*[®], mantendo as outras variáveis constantes. O resultado sugere que um aumento na capacidade de gerar lucro, refletida pelo ROA, está diretamente associado a um incremento substancial no *EVA*[®]. Tal constatação ressalta a importância da eficiência operacional e da rentabilidade das atividades da empresa para a criação de valor.

Por outro lado, a variável Custo de capital Líquido (CCL) revela um coeficiente negativo e estatisticamente significativo (-10.948; $p = 0,01$), o resultado indica que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 1% ($p < 0,05$), e que um aumento de uma unidade percentual no CCL está associado a uma diminuição de R\$ 10.948 mil no *EVA*[®]. Esta relação inversa sugere que um alto custo de capital de terceiros pode estar associado a uma menor criação de valor econômico.

O Crescimento das vendas (CRESC), por sua vez, exibe um coeficiente positivo e significativo (126; $p = 0,02$). O resultado indica que a variável é estatisticamente significativa

ao nível de 2% ($p < 0,05$) e revela que um aumento de uma unidade no percentual do CRESC está associado a um aumento de R\$ 126 mil no *EVA*[®]. O sinal positivo confirma uma relação direta. Este resultado corrobora a ideia de que a expansão do faturamento, quando gerenciada de forma eficaz, contribui substancialmente para o aumento do valor econômico agregado. Isso pode ocorrer por meio de ganhos de escala, otimização da capacidade produtiva e fortalecimento da posição de mercado, que, por sua vez, impulsionam o Lucro Operacional (NOPAT).

O fator ESG (total) mostra-se também positivamente relacionado ao *EVA*[®], com um coeficiente de 11 e uma probabilidade de 0,01, indicando que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 1% ($p < 0,01$). O resultado sugere que um aumento de uma unidade no *score* do indicador ESG (total) está associado a um aumento de R\$ 11 mil no *EVA*[®], mantendo as outras variáveis constantes. O sinal positivo indica uma relação direta.

Este resultado sugere que a adoção de práticas sustentáveis e responsáveis, que incluem a gestão dos fatores ambientais, sociais e de governança, contribui para o aumento do valor econômico agregado das empresas. Tal achado reforça a crescente percepção de que a performance ESG não é apenas uma questão de responsabilidade corporativa, mas também uma estratégia de valor financeiro.

Esse achado pode reduzir a força do argumento de que a sustentabilidade e tudo aquilo que a envolve, gera somente despesas e custos à empresa, gerando um pior desempenho econômico (Zago, Jabbour e Bruhn, 2018). Os achados desta pesquisa também corroboram com os resultados encontrados por Santos (2024b), que apurou que maior *score* ESG está associado a um maior desempenho econômico, sob a perspectiva contábil.

Desta forma, a hipótese H1 não foi rejeitada.

A subseção seguinte apresenta os resultados das estimações para a Hipótese 2.

5.2.2 Hipótese 2 (H2): A relação entre *EVA*[®] e o fator Ambiental (ENV)

Na H2 investigou-se a relação entre o desempenho econômico mensurado pelo *EVA*[®] (variável dependente) e um conjunto de variáveis independentes, formados pela variável de performance do fator Ambiental (ENV), medida pelo índice representativo do *score* Meio Ambiente do ISE da B3 e as variáveis de controle, representadas pelo Retorno sobre os Ativos (ROA), custo de capital líquido (CCL) e Crescimento das vendas (CRESC). Para testar a hipótese H2 foi utilizado o modelo de regressão:

$$EVA^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ENV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Por meio da regressão de dados em painel encontraram-se os seguintes resultados para o fator ENV pelo programa *Eviews*®, conforme Tabela 12.

Tabela 12 - Painel de dados - Regressão do *EVA*® com o fator Ambiental (ENV)

Variável dependente: <i>EVA</i>®	Coefficiente (expresso em milhares R\$)	<i>P-value</i>
ROA	8.825	0,00
CCL	(4.451)	0,11
CRES	173	0,01
ENV	129	0,14
C (Intercepto)	(57)	0,42
Estatísticas Ponderadas		
<i>R-squared</i>		0,78
<i>Adjusted R-squared</i>		0,74
<i>F-statistic</i>		0,0000

Fonte: Elaborada pela autora.

O resultado obtido no modelo estatístico da H2 apresentou valor de *R-squared* Ajustado de 0,74, confirmando a capacidade explicativa do modelo em 74%. O valor-p associado à estatística *F* é de 0,0000, inferior aos níveis de significância convencionais (1%, 5%, 10%) e reforça que o modelo é, em seu conjunto, estatisticamente significativo e capaz de explicar as variações no *EVA*®.

Para este modelo, as variáveis de controle ROA (8.825, p= 0,00), CCL (-4.451, p= 0,11) e CRESC (173, p= 0,01) apresentaram coeficientes coerentes com o esperado e alta significância estatística, com exceção à variável CCL (p=0,11), que não apresentou significância estatística para esta amostra.

O resultado indica que um aumento de uma unidade no percentual do ROA está associado a um aumento de R\$ 8.825 mil no *EVA*®, mantendo as outras variáveis constantes. O resultado sugere que um aumento na capacidade de gerar lucro, refletida pelo ROA, está diretamente associado a um incremento substancial no *EVA*®.

De forma contrária, o resultado obtido da variável Custo de Capital Líquido (CCL) indica que um aumento de uma unidade percentual no CCL está associado a uma diminuição

de R\$ 4.451 mil no *EVA*[®]. Esta relação inversa revela que um alto custo de capital de terceiros está associado a uma menor criação de valor econômico.

O Crescimento das Vendas (CRESC), por sua vez, indica que um aumento de uma unidade no percentual do CRESC está associado a um aumento de R\$ 173 mil no *EVA*[®]. O sinal positivo confirma a relação direta entre a geração de receitas e o crescimento do *EVA*[®].

A variável representativa do desempenho do fator Ambiental (ENV) obteve um coeficiente de 129 e um *P*-valor de 0,14. Embora o coeficiente seja positivo, conforme o esperado, o *P*-valor acima de 0,10 sugere que a variável não é estatisticamente significativa na amostra analisada. Assim, não há evidências estatísticas robustas para afirmar que um melhor desempenho ambiental, por si só, contribui significativamente para o *EVA*[®] nestas empresas. Este achado contrasta com pesquisas anteriores que apontaram para uma relação estatisticamente significativa, mas o presente resultado pode ser influenciado pela especificidade da amostra, do setor ou da métrica utilizada.

Os resultados deste modelo não fornecem evidências de que a adoção de práticas ambientais (representadas pela variável ENV) está positivamente e estatisticamente relacionada ao desempenho econômico (*EVA*[®]) ao nível de significância de 14%, sendo assim, a hipótese 2 foi rejeitada.

A subseção seguinte apresenta os resultados das estimações para a Hipótese 3.

5.2.3 Hipótese 3 (H3): A relação entre *EVA*[®] e o fator Social (SOC)

Na H3 investigou-se a relação entre o desempenho econômico mensurado pelo *EVA*[®] e um conjunto de variáveis independentes, formados pela variável de performance do fator Social (SOC), medida pelo índice representativo do *score* Capital Humano do ISE da B3 e as variáveis de controle, representadas pelo Retorno sobre os Ativos (ROA), Custo de Capital Líquido (CCL) e Crescimento das Vendas (CRESC). Para testar a hipótese H3 foi utilizado o modelo de regressão:

$$EVA^{\circledR} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 SOC_{it} + \epsilon_{it}$$

Por meio da regressão de dados em painel encontraram-se os seguintes resultados para o fator SOC pelo programa *Eviews*[®], conforme Tabela 13.

Tabela 13 – Painel de dados - Regressão do $EVA^{\text{®}}$ com o fator Social (SOC)

Variável dependente: $EVA^{\text{®}}$	Coefficiente (expresso em milhares R\$)	<i>P-value</i>
ROA	10.948	0,00
CCL	(9.493)	0,01
CRESC	142	0,03
SOC	467	0,01
C (Intercepto)	(183)	0,03
Estatísticas Ponderadas		
<i>R-squared</i>		0,82
<i>Adjusted R-squared</i>		0,79
<i>F-statistic</i>		0,0000

Fonte: Elaborada pela autora.

O *R-squared* Ajustado de 0,79 indica que, aproximadamente, 80% da variação na variável dependente ($EVA^{\text{®}}$) é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo. A estatística *F* de 0,0000, significa que o modelo como um todo é estatisticamente significativo, ou seja, pelo menos, uma das variáveis independentes tem um efeito significativo sobre a $EVA^{\text{®}}$.

Em relação aos coeficientes das variáveis independentes, a variável ROA apresenta um coeficiente positivo e altamente significativo (10.948; $p = 0,00$), revelando uma relação positiva. Este resultado sugere que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 0,00% ($p < 0,01$) e indica que um aumento de uma unidade no percentual do ROA está associado a um aumento de R\$ 10.948 mil no $EVA^{\text{®}}$, mantendo as outras variáveis constantes. O resultado sugere que um aumento na capacidade de gerar lucro, refletida pelo ROA, está diretamente associado a um incremento substancial no $EVA^{\text{®}}$.

A variável Custo de Capital Líquido (CCL) revela um coeficiente negativo e estatisticamente significativo (-9.493; $p = 0,01$), o resultado indica que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 1% ($p < 0,05$), e que um aumento de uma unidade percentual no CCL está associado a uma diminuição de R\$ 9.493 mil no $EVA^{\text{®}}$. Esta relação inversa sugere que um alto custo de capital de terceiros pode estar associado a uma menor criação de valor econômico.

O Crescimento das Vendas (CRESC) exibe um coeficiente positivo e significativo (142; $p = 0,03$). O resultado indica que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 3% ($p < 0,05$) e revela que um aumento de uma unidade no percentual do CRESC está associado a um aumento de R\$ 126 mil no *EVA*[®].

A variável SOC (Social) apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo (467; $p = 0,01$), este resultado sugere que o desempenho da empresa em aspectos sociais está positivamente associado à sua capacidade de gerar aumento no *EVA*[®] em R\$ 467 mil.

Este achado aponta para a relevância da adoção de práticas associadas ao Capital Humano, como um vetor de criação de valor, indicando que investimentos e estratégias voltadas para o capital social e o bem-estar de empregados e comunidade podem, de fato, gerar retornos financeiros.

Desta forma, a hipótese H3 não foi rejeitada.

A subseção seguinte apresenta os resultados das estimações para a Hipótese 4.

5.2.4 Hipótese 4 (H4): A relação entre *EVA*[®] e o fator Governança (GOV)

Na H4 investigou-se a relação entre o desempenho econômico mensurado pelo *EVA*[®] (variável dependente) e um conjunto de variáveis independentes, formados pela variável de performance do fator Governança Corporativa (GOV), medida pelo índice representativo do *score* Governança Corporativa e Alta Gestão do ISE da B3 e as variáveis de controle, representadas pelo Retorno sobre os Ativos (ROA), Custo de Capital Líquido (CCL) e Crescimento das Vendas (CRESC). Para testar a hipótese H4 foi utilizado o modelo de regressão:

$$EVA^{\circledast} = \beta_0 + \beta_1 \ln ROA_{it} - \beta_2 CCL_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \epsilon_{it}$$

Por meio da regressão de dados em painel, encontraram-se os seguintes resultados para o fator SOC pelo programa *Eviews*[®], conforme Tabela 14.

Tabela 14 – Painel de dados - Regressão do $EVA^{\text{®}}$ com o fator Governança corporativa (GOV)

Variável dependente: $EVA^{\text{®}}$	Coefficiente (expresso em milhares R\$)	<i>P-value</i>
ROA	10.984	0,00
CCL	(11.003)	0,01
CRES	150	0,03
GOV	831	0,01
C (Intercepto)	(491)	0,02
Estatísticas Ponderadas		
<i>R-squared</i>		0,81
<i>Adjusted R-squared</i>		0,78
<i>F-statistic</i>		0,0000

Fonte: Elaborada pela autora.

O modelo apresentou um elevado poder explicativo, com um *R-squared* de 0,81 (80%) e um *R-squared* Ajustado de 0,78 (78%). Esses valores indicam que 78% da variabilidade no $EVA^{\text{®}}$ pode ser explicada pelas variáveis independentes incluídas neste modelo. A significância global do modelo é substancialmente confirmada pelo *P*-valor da *F*-estatística de 0,0000, que é altamente significativo (inferior a 0,01). Este resultado comprova que o modelo, em sua totalidade, possui uma forte relevância estatística na explicação do $EVA^{\text{®}}$.

Observou-se que as variáveis de controle, ROA, CCL e CRESC permaneceram estatisticamente significantes ao nível de 5% ($p < 0,05$), exibindo sinais coerentes com as expectativas.

A variável ROA apresenta um coeficiente positivo e altamente significativo (10.984; $p = 0,00$), revelando uma relação positiva. Este resultado sugere que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 0,00% ($p < 0,001$) e indica que um aumento de uma unidade no percentual do ROA está associado a um aumento de R\$ 10.984 mil no $EVA^{\text{®}}$, mantendo as outras variáveis constantes. O resultado sugere que um aumento na capacidade de gerar lucro, refletida pelo ROA, está diretamente associado a um incremento substancial no $EVA^{\text{®}}$.

A variável Custo de Capital Líquido (CCL) revela um coeficiente negativo e estatisticamente significativo (-11.003; $p = 0,01$), o resultado indica que a variável é

estatisticamente significativa ao nível de 1% ($p < 0,05$), e que um aumento de uma unidade percentual no CCL está associado a uma diminuição de R\$ 11.003 mil no *EVA*[®]. Esta relação inversa sugere que um alto custo de capital de terceiros pode estar associado a uma menor criação de valor econômico.

O Crescimento das Vendas (CRESC) exibe um coeficiente positivo e significativo (150; $p = 0,03$). O resultado indica que a variável é estatisticamente significativa ao nível de 3% ($p < 0,05$) e revela que um aumento de uma unidade no percentual do CRESC está associado a um aumento de R\$ 150 mil no *EVA*[®].

De forma notável, a variável representativa do fator Governança corporativa apresenta um coeficiente positivo de 831, relevante e estatisticamente significativa ao nível de 5% ($p=0,05$), dado o *P*-valor de 0,03. O resultado sugere que um aumento de uma unidade no *score* do indicador GOV está associado a um aumento de R\$ 831 mil no *EVA*[®]. Este resultado é altamente relevante e sugere que a adoção de boas práticas de governança corporativa está associada a um aumento no *EVA*[®]. Isso pode ser atribuído à maior confiança dos investidores, melhor gestão de riscos e alocação mais eficiente de recursos que as boas práticas de governança promovem.

Consequentemente, a H4 também não foi rejeitada.

Na seção seguinte, discutimos os resultados, resumindo os achados do presente trabalho.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo investigar a existência de relação entre adoção de práticas ESG, aferido pelo *score* ESG ISE da B3, e o desempenho econômico, analisado sob a perspectiva do *EVA*[®] das empresas analisadas. O período amostral dos trimestres de 2021 a 2024 incluiu duas das maiores empresas de capital aberto do setor do vestuário do cenário brasileiro, Lojas Renner e Riachuelo. A investigação fundamentou-se na premissa de que o modelo tradicional, centrado exclusivamente nos interesses dos acionistas, não se alinha à emergente tendência corporativa, na qual *stakeholders* demandam a integração de práticas ESG nas decisões estratégicas organizacionais.

Os testes estatísticos demonstraram que a adoção de práticas ESG contribui de maneira estatisticamente significativa para o desempenho econômico das empresas analisadas. Os achados da pesquisa indicam a existência de uma relação positiva entre a adoção de práticas ESG e a geração de valor econômico medido pelo *EVA*[®].

Na análise individualizada dos fatores ENV, SOC e GOV, obteve-se evidências de que a adoção de práticas sociais (SOC) e de Governança corporativa (GOV) contribuem mais fortemente para o desenvolvimento econômico das empresas, sendo as práticas de Governança corporativa as que mais se destacaram no incremento de desempenho econômico de R\$ 831 mil no *EVA*[®], seguida pelas práticas Sociais que impulsionaram o desempenho em R\$ 467 mil. A exceção veio das práticas associadas ao fator Ambiental (ENV), que não apresentaram relação estatisticamente significativa no desempenho econômico das empresas analisadas.

Assim, conclui-se que maior *score* ESG está associado a um maior desempenho econômico, sob a perspectiva do *EVA*[®], sendo os fatores Sociais e de Governança os mais significativos na geração de desempenho econômico das empresas. O resultado geral da pesquisa sugere também que, para as empresas com práticas já consolidadas, o impacto das práticas ESG é perceptível no curto prazo, sendo capazes de impactar indicadores medidos com dados simultâneos.

Portanto, empresas que adotam e integram efetivamente práticas ESG em suas operações, tendem a apresentar benefícios tangíveis, não apenas em termos de reputação e responsabilidade corporativa, mas também em termos de rentabilidade sob a ótica contábil e menor risco sob a ótica de mercado, permitindo, assim, alcançar desempenho de um papel pleno e positivo para os diversos *stakeholders* no curto prazo.

Os achados também reforçam a relevância do indicador *EVA*[®] para a avaliar a materialidade financeira das práticas ESG.

Por fim, destaca-se como limitação desta pesquisa, a quantidade de empresas considerada, compreendendo basicamente 2 empresas do setor do vestuário, a escassez de indicadores ESG no Brasil, o curto período de disponibilidade dos indicadores ESG ISE da B3 (2021 a 2024), o período considerado e o setor avaliado.

Neste sentido, considerando as limitações deste estudo e a complexidade do fenômeno analisado, sugere-se, para futuras pesquisas, a expansão do período amostral. A inclusão de uma série histórica mais abrangente permitiria uma análise mais robusta das tendências e da persistência dos resultados ao longo do tempo. Outrossim, seria de grande valia comparar o desempenho de empresas em distintos setores econômicos. Recomenda-se, ainda, como sugestões de pesquisas, a utilização de outro índice ESG do mercado, como os disponibilizados pelas bases de dados da MSCI, *Morningstar* ou LSEG ou, até mesmo, que seja explorado outros indicadores contábeis e financeiros de criação de valor.

REFERÊNCIAS

ABDI, Y.; LI, X.; CÀMARA-TURULL, X. Impact of Sustainability on Firm Value and Financial Performance in the Air Transport Industry. **Sustainability**, v. 12, n. 23, p. 9957, 2020. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/346445957_Impact_of_Sustainability_on_Firm_Value_and_Financial_Performance_in_the_Air_Transport_Industry. Acesso em: 5 de mai. 2025.

ABOUD, A.; DIAB, A. The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value evidence from Egypt. **Journal of Accounting in Emerging Economies**. v. 8, n. 4, p. 442-458, 2018. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/328982300_The_impact_of_social_environmental_and_corporate_governance_disclosures_on_firm_value_Evidence_from_Egypt. Acesso em: 15 de jun. 2025.

AHMAD, H.; YAQUB, M.; LEE, S. **Environmental, social and governance-related factors for business investment and sustainability: a scientometric review of global trends.** environment, development and sustainability, v. 26, p. 2965-2987, 2023. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/367411083_Environmental-social_and_governance-related_factors_for_business_investment_and_sustainability_a_scientometric_review_of_global_trends. Acesso em: 5 de mai. 2025.

ALMEIDA, L.S.F; NETO, J.V.; SALLES, M.T.; SOARES, C.A.P.; ESTEVES, Y.O. Análise comparativa entre o EVA[®] e os indicadores financeiros (contábeis) tradicionais de empresas da construção civil brasileira: um estudo documental. **Gestão & Produção**, v. 23, n. 4, p. 733-756, out./dez. 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0104-530X1722-15>. Acesso em: 3 de mai. 2025.

ALMEIDA, M. A., SANTOS, J. F. Capital structure and voluntary disclosure of information on corporate social responsibility in brazilian companies. **Revista de Ciências da Administração**, v. 18, n. 45, p. 109-127, jan./mar. 2016. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2016v18n45p109/pdf>. Acesso em: 03 mai. 2025.

AL-TUWAIJRI, S. A.; CHRISTENSEN, T. E.; HUGHES II, K. E. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. **Accounting, Organization and Society**. v. 29, p. 447-471, 2004. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0361368203000321>. Acesso em: 01 mai 2025.

AN, E. Accelerating sustainability through better reporting. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 14, n. 4, p. 904–91, 2023. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/372188790_Accelerating_sustainability_through_better_reporting. Acesso em: 04 mai. 2025.

ANDRADE, M. M. de. **Introdução à metodologia do trabalho científico:** elaboração de trabalhos na graduação (Grupo GEN, Org.; 10^a. ed.), 2012. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522478392/>. Acesso em: 10 de mai. 2025.

AMBEC, S.; LANOIE, P. (2008). Does it pay to be green? A systematic review. **Academy of Management Perspectives**, v. 22, n. 4, p. 1-17, 2008.

AOUADI, A., MARSAT, S. Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. **Journal of Business Ethics**, v.151, n. 4, p.1027-1047, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8> . Acesso em: 03 mai. 2025.

ARAÚJO, A. M. P. D. **O estudo de variáveis econômicas e o impacto no comportamento de medida contábil de desempenho (LL) e medida de valor (EVA): um estudo empírico.** 2007. Tese (Doutorado em Economia, Administração e Contabilidade) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/96/tde-12092007-153447/publico//teseLDAAdrianaProcopio.pdf> . Acesso em: 03 mai. 2025.

ARAÚJO, F. B. B.; CARVALHO, L. Práticas ESG e ESG controversies: evidências no desempenho financeiro das empresas brasileiras. In: SEMEAD 2024 – Simpósio de Excelência em Gestão e Administração, 27., 2024, **Anais...**São Paulo: SEMEAD, 2024. Disponível em: <https://login.semead.com.br/27semead/anais/arquivos/97.pdf> . Acesso em: 03 mai. 2025.

ARAUJO, G. A. A. **Finanças Sustentáveis: impactos da performance financeira sob o esg das empresas listadas na B3.** Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2025. Disponível em: https://bib.pucminas.br/teses/Administracao_GuilhermeAugustoDeAndradeAraujo_31533_TextoCompleto.pdf . Acesso em: 03 mai. 2025.

ARAYSSI, M.; DAH, M., JIZI, M. Women on boards, sustainability reporting and firm performance. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 7. p. 376-401, 2016. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/308130640_Women_on_boards_sustainability_reporting_and_firm_performance . Acesso em: 03 mai. 2025.

ASSAF NETO, A. **A estruturas e análise de balanços - um enfoque econômico-financeiro.** 12 ed. São Paulo. Editora Atlas: Grupo GEN, 2020. E-book. ISBN 9788597024852. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597024852/>. Acesso em: 01 mai. 2025.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor.** São Paulo: Atlas, 2003.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA TÊXTIL E DE CONFECÇÕES (ABIT). **Têxtil: alta na produção em 2024 animou empresários para 2025**, 18 fev. 2025. Disponível em: <https://www.abit.org.br/noticias/textil-alta-na-producao-em-2024-animou-empresarios-para-2025> . Acesso em: 15 de jun. 2025.

BACKES, J. A. EVA[®]- Valor Econômico Agregado. **ConTexto**, v. 2, n. 3, p. 2-14, 2022. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/303955419.pdf> . Acesso em: 04 abr. 2025.

BERGMAN, M. S.; ARIEL, D. J., KARP, B. S., PAUL, W., RIFKIND, W.; GARRISON LLP. Introduction to esg in the harvard law school forum on corporate governance. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, 2021. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/01/introduction-to-esg/> . Acesso em: 04 mai. 2025.

BHASKARAN, R. K.; TING, I. W. K.; SUKUMARAN, S.K.; SUMOD, S. D. Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination. **Managerial and decision Economics**. v. 41, n. 5, p. 643-659, jul. 2020. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/mde.3131> . Acesso em: 12.mai.2025.

BIDDLE, G. C.; BOWEN, R. M.; WALLACE, J. S. Does EVA[®] beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 3, p. 301-336, 1997. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S016541019800010X>. Acesso em 04 mai. 2025.

BLOOMBERG. **Bloomberg MSCI ESG fixed income indices: an established standard for environmental, social, and governance investing**. 2021. Disponível em: https://assets.bbhub.io/professional/sites/27/BBG-MSCI-Fixed-Income-ESG-Indices_20210928.pdf. Acesso em: 04 mai. 2025.

BORBA, P. R. F. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-17082005-155828/pt-br.php>. Acesso em: 01 mai. 2025.

BORGHESI, R.; HOUSTON, J. F.; NARANJO, A. Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. **Journal of Corporate Finance**, v. 26, p. 164-181, 2014. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0929119914000352>. Acesso em: 03 mai. 2025.

BOWEN, H. R. **Social Responsibilities of the Businessman**. New York: Harper & Row, 1953.

BRAMMER, S.; BROOKS, C.; PAVELIN, S. Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. 2008. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/5054753_Corporate_Social_Performance_and_Stock_Returns_UK_Evidence_from_Disaggregate_Measures. Acesso em: 03 mai. 2025.

CAMPOS-RASERA, P. P., PASSOS, G. A., COLAUTO, R. D. Does capital structure influence the performance of corporate social responsibility? An analysis in companies of the world's largest economies. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 15, p. e174007, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007>. Acesso em: 03 mai. 2025.

CAPITAL RESET. **Fundos ESG captaram ao menos R\$ 2,5 bi em 2020 no Brasil. O que está por trás do número?** [S.l.], 29 jan. 2021. 17:48. Disponível em: <https://capitalreset.uol.com.br/financas/investimentos/fundos-esg-captaram-ao-menos-r-25-bi-em-2020-no-brasil-o-que-esta-por-tras-do-numero/>. Acesso em: 03 mai. 2025.

CARROLL, A. B. A history of corporate social responsibility: concepts and practices. In: CRANE, A.; MCWILLIAMS, A.; MATTEN, D.; MOON, J.; SIEGEL, D. (Eds.). **The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility**. Oxford: Oxford University Press, 2008. P. 19-46. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/282746355_A_History_of_Corporate_Social_Responsibility_Concepts_and_Practices. Acesso em: 01 mai. 2025.

CAVALCANTI, T. A. **A Análise da relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2020. Disponível em: https://bdtd.ibict.br/vufind/Record/UFPE_73f06e3f46a7ee05ad53f2f3e019558e. Acesso em: 01 mai. 2025.

CHAUHAN, Y.; KUMAR, S. B. Do Investors Value The Non Financial Disclosure In Emerging Markets? **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 37, nov. 2017, p. 32–46, 2018. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014117304843>. Acesso em: 11 de mai. 2025.

CHEN, Y. C.; HUNG, M.; WANG, Y. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: evidence from China. **Journal of Accounting and Economics**, 65(1), 169-190, 2018. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410117300757>. Acesso em: 03 mai. 2025.

CHENG, B; IOANNOU, I; SERAFEIM, G. Corporate Social Responsibility and Access to Finance. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 35, n. 1, p. 1–23, 2014. Disponível em: <https://sms.onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.2131>. Acesso em: 11 de mai. 2025.

CHO, S. Y.; LEE, C.; PFEIFFER JR, R. J. Corporate social responsibility performance and information asymmetry. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n.1, p. 71-83, 2013. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278425412000804> . Acesso em: 03 mai. 2025.

CONCA, L.; MANTA, F.; MORRONE, D.; TOMA, P. The impact of direct environmental, social, and governance reporting: Empirical evidence in European-listed companies in the agrifood sector. **Business Strategy and the Environment**, [S. l.], set. p. 1–14, 2020. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/bse.2672>. Acesso em: 11 de mai. 2025.

CORDEIRO, J. J., SARKIS, J. An empirical Evaluation of environmental efficiencies and firm performance: Pollution prevention versus end-of-pipe practice. **European Journal of Operational Research**, v. 135, n. 2, p. 102-113, 1997. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0377221700003064>. Acesso em: 01 mai. 2025.

CUMMING, G. **Understanding the new statistics: effect sizes, confidence intervals, and meta-analysis**. Routledge, New York, 2013.

DELOITTE. **Does a company's ESG score have a measurable impact on its market value?** 2022. Disponível em: <https://www.deloitte.com/ch/en/services/consulting-financial/research/does-a-company-esg-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value.html>. Acesso em: 02 mai. 2025.

DEVORE, J. L. Probabilidade e estatística para engenharia e ciências – tradução da 9ª edição norte-americana. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2018. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522128044/>. Acesso em: 30 jul. 2025.

DONG, R.; LIU, Y.; SUN, J. A sustainable development evaluation framework for Chinese electricity enterprises based on SDG and ESG coupling. **Sustainability**, v. 15, 2023. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/11/8960>. Acesso em: 11 de mai. 2025.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. **Management Science**, [S. l.], v. 60, n. 11, p. 2835–2857, 2014. Disponível em: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/SSRN-id1964011_6791edac-7daa-4603-a220-4a0c6c7a3f7a.pdf. Acesso em: 11 de mai. 2025.

EHRBAR, A. **EVA® valor econômico agregado a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

ELKINGTON, J. **Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business**. New Society Publishers, Gabriola Island, Stony Creek, 1998.

ELIWA, Y.; ABOUD, A.; SALEH, A. ESG practices and the cost of debt: evidence from EU countries. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 79, p. 102097, 2019. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1045235419300772>. Acesso em: 03 mai. 2025.

FERRIS, S. P.; JAVAKHADZE, D.; RAJKOVIC, T. The international effect of managerial social capital on the cost of equity. **Journal of Banking & Finance**, v. 74, p. 69-84. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426616301728>. Acesso em: 03 mai. 2025.

FIASCHI, D.; GIULIANI, E.; NIERI, F. How bad is your company? Measuring corporate wrongdoing beyond the magic of ESG metrics. **Business Horizons**, v. 63, n. 3, p. 287–299, 2000. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0007681319301272> . Acesso em: 05 mai. 2025.

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210-233, 2015. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917#d1e255> . Acesso em: 03 mai. 2025.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*, 13 September 1970, 122-126.

FUND SOCIETY. **O crescimento dos títulos ESG excederá novamente US\$ 1 trilhão até 2025**. 23 abr. 2025 1:30. Disponível em: <https://www.fundsociety.com/br/news/o-crescimento-dos-titulos-verdes-sociais-e-sustentaveis-excedera-novamente-us-1-trilhao-ate-2025/> . Acesso em: 15 mai. 2025.

GLOBAL REPORTING INICIATIVE (GRI). **Sustainability and Reporting Trends in 2025 - Preparing for the Future**. 2025. Disponível em: <https://growthorientedsustainableentrepreneurship.wordpress.com/wp-content/uploads/2018/06/csr-sustainability-and-reporting-trends-in-2025.pdf>. Acesso em: 01 de mai. 2025.

GOVERNO FEDERAL. **Taxa de Juros SELIC**. 2024. Disponível em: https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/orientacao-tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic#Taxa_de_Juros_Selic. Acesso em: 30 jun. 2025.

GRIFFIN, J. E MAHON, J. O debate sobre desempenho social corporativo e desempenho financeiro corporativo. **Negócios e Sociedade**, v. 36, n. 1, p. 5-31, 1997. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1177/000765039703600102>. Acesso em: 30 jun. 2025.

HALL, A. **ESG Knocking on the Boardroom Door - Environmental, social and governance: supporting the bottom line and the greater good**, v. 42, n. 1, 22 dez. 2017. Disponível em: <https://law-journals-books.vlex.com/vid/esg-knocking-on-the-699959413>. Acesso em: 03 mai. 2025.

HAMROUNI, A.; BOUSSAADA, R.; BEN FARHAT TOUMI, N. Corporate social responsibility disclosure and debt financing. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 20, n. 4, p. 394-415, 2019. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/hal/journal/hal-02521353.html>. Acesso em: 03 mai. 2025.

HARRISON, W.; HORNGREN, C.; THOMAS, W.; SUWARDY, T. **Financial accounting — International financial reporting standards**. 8ª ed. Singapore: Pearson Education, 2011.

ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL – ISE B3. **Diretrizes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)**. mar. 2025. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Diretrizes_2024-2025_27.03.25.pdf. Acesso em: 03 mai. 2025.

ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL – ISEB3. **Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)**. mar. 2025. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE_B3_-_Metodologia_2024-2025_27.03.25.pdf. Acesso em: 03 mai. 2025.

INSTITUTO PARA O DESENVOLVIMENTO DO INVESTIMENTO SOCIAL - IDIS. **O que é Capitalismo de Stakeholders?** 2023. Disponível em: <https://www.idis.org.br/o-que-e-capitalismo-de-stakeholders/>. Acesso em: 07 abr. 2025.

INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION. **ISO 21929:2010 - Sustainability in building construction – Sustainability indicators**. Geneva, 2010: ISO.

INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION. **ISO 37120:2018 - Sustainable development of communities – Indicators for city services and quality of life**. Geneva, 2018: ISO.

INSTITUTO FASHION REVOLUTION BRASIL. **Índice de Transparência da Moda Brasil 2023**: uma análise de 60 grandes marcas e varejistas do mercado brasileiro, classificadas de acordo com a quantidade de informações disponibilizadas sobre suas políticas, práticas e impactos sociais e ambientais. 30 nov. 2023. Disponível em: https://issuu.com/fashion-revolution/docs/fr_indicedetransparenciadamodabrasil_2023_2_. Acesso em 03 mai. 2025.

IONESCU, G.; FIROIU, D.; PÎRVU, R.; VILAG, R. The impact of ESG factors on market value of companies from travel and tourism industry. **Technological and Economic Development of Economy**, v. 25, n. 5, p. 1-30, 2019. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/333478379_the_impact_of_esg_factors_on_market_value_of_companies_from_travel_and_tourism_industry/citation/download. Acesso em: 03 mai. 2025.

JACCARD, J.; JACOBY, J. **Theory construction and model-building skills**: a practical guide for social scientists. Guilford publications, 2019. Disponível em: <https://e.itg.be/MTM/qmm/2.pdf>. Acesso em: 03 mai. 2025.

JEFFREY, S.; ROSENBERG, S.; MCCABE, B. Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation. **Social Responsibility Journal**, v.15, n. 3, p. 395-408, 2019. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/328614316_Corporate_social_responsibility_behaviors_and_corporate_reputation. Acesso em: 03 mai. 2025.

KALIA, D.; AGGARWAL, D. Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. **Journal of Global Responsibility**. 2022. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/363883824_Examining_impact_of_ESG_score_on_financial_performance_of_healthcare_companies. Acesso em: 13 de mai. 2025.

KAMIJI, D. **Mensuração do valor econômico adicionado (EVA[®]) das empresas brasileiras de capital aberto e os reflexos nos preços das ações**. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) Insper, 2013. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/166>. Acesso em: 03 mai. 2025

KIM, W.S.; PARK, K.; LEE, S.H. Corporate social responsibility, ownership structure, and firm value: evidence from Korea. **Sustainability**, v. 10, n. 2497. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/326472129_Corporate_Social_Responsibility_Ownership_Structure_and_Firm_Value_Evidence_from_Korea. Acesso em: 05 mai. 2025.

KING, A.; LENOX, M. Does It Really Pay to Be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance. **Journal of Industrial Ecology**, v. 5, p. 105 – 116, 2001. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/227521125_Does_It_Really_Pay_to_Be_Green_An_Empirical_Study_of_Firm_Environmental_and_Financial_Performance. Acesso em: 01 mai. 2025.

KUMAR, P.; FIROZ, M. Does Accounting-based Financial Performance Value Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective. **Australasian Business, Accounting and Finance Journal**. v.16, p. 41-72, 2022. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/358346244_Does_Accounting-based_Financial_Performance_Value_Environmental_Social_and_Governance_ESG_Disclosures_A_detailed_note_on_a_corporate_sustainability_perspective. Acesso em: 13 de mai. 2025.

LE BLANC, D. Towards Integration at Last? The Sustainable Development Goals as a Network of Targets. **Sustainable Development**, v. 23, n. 3, p. 176-187, 2015. Disponível em: https://www.un.org/esa/desa/papers/2015/wp141_2015.pdf. Acesso em 04 mai. 2025.

LEE, KI-HOON; KIM, JI WHAN. Integrating suppliers into green product innovation development: an empirical case study in the semiconductor industry, **Business Strategy and the Environment**. v.20, p. 527-538, 2011. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/273410691_Lee_KH_Kim_JW_2011_'Integrating_suppliers_into_green_product_innovation_development_an_empirical_case_study_in_the_semiconductor_industry'_Business_Strategy_and_the_Environment. Acesso em: 05 mai. 2025.

LI, Y.; GONG, M.; ZHANG, X.; KOH, L. The impact of environmental, social, and governance disclosure on the firm value: the role of CEO power. **The British Accounting Review**, [S. l.], v. 50, n. 1, p. 60–75, 2018. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0890838917300574> . Acesso em: 11 de mai. de 2025.

LINS, K. V., SERVAES, H., TAMAYO, A. Social capital, trust, and firm performance during the financial crisis. (2017). **The Journal of Finance**, 72(4), 1731-1777.

LO, S., SHEU, H. **Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business?** **Corporate Governance**, v. 15, n. 2, p. 345-358, 2007. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/4989158_Is_Corporate_Sustainability_a_Value-Increasing_Strategy_for_Business. Acesso em: 19 jun. 2025.

LORRAINE, N.; COLLISON, J.; POWER, D. Uma análise do impacto das informações de desempenho ambiental no mercado de ações. **Fórum de Contabilidade**, v. 28, p. 7-26, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.04.002>. Acesso em: 01 mai. 2025.

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP (LSEG). **Environmental, Social and Governance scores from LSEG**. Out, 2024. Disponível em: https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf. Acesso em: 04 mai. 2025.

MARTINS, M. A. **Relação da Divulgação das Práticas ESG com o valor de mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/34335>. Acesso em 04 mai. 2025.

MCKINSEY & COMPANY. **Práticas ESG podem criar valor de cinco formas**. 30 de jun. 2021. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/br/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value>. Acesso em: 07 de abr. 2025.

MCPEAK, C.; DEVIRIAN, J.; SEAMAN, S. Do Environmentally Friendly Companies Outperform The Market? **Journal of Global Business Issues**, Burbank, v. 4, n. 1, p. 61-68, 2010. Disponível em: <https://pt.scribd.com/document/744823961/2010-JGBI-C-McPeak-J-Devirian-S-Seaman-Do-environmentally-friendly-companies-outperform-the-market>. Acesso em: 01 mai. 2025.

MONTEIRO, A. A. F., SANTOS, T. R., SANTOS, G. C. Índice de sustentabilidade empresarial (ise) e desempenho econômico-financeiro nas empresas da B3. v. 8, n. 38, 2020. **Revista de Administração e Gestão da Convergência (RAGC)**. Monte Carmelo, v. 8, n. 38, p. 29-42. Disponível em: <https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/ragc/article/view/2322>. Acesso em: 04 mai. 2025.

MORARD, B., BALU, F. O. Developing a practical model for calculating the economic value added. **Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research**, v. 3, n. 3, p. 1-16, 2009. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/237758533_Developing_a_practical_model_for_calculating_the_economic_value_added. Acesso em: 04 mai. 2025.

MSCI INC. KNOWESG, **Comparing ESG Ratings Agencies: MSCI, Morningstar, Bloomberg, LSEG and More**. 13 fev. 2023. Disponível em: <https://www.knowesg.com/featured-article/esg-ratings-a-benchmark-for-performance>. Acesso em: 04 mai. 2025.

MSCI. What is Bloomberg MSCI ESG Fixed Income Indexes? **Website MSCI ESG Research LLC**. Disponível em: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/bloomberg-msci-esg-fixed-income-indexes>. Acesso em: 04 mai. 2025.

NAÇÕES UNIDAS BRASIL (ONU). Parcerias e meios de implementação — Objetivo de Desenvolvimento Sustentável 17. **Site Nações Unidas Brasil**. [2017]. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs/17>. Acesso em: 20 abr. 2025.

NAEEM, N.; CANKAYA, S.; BILDIK, R. Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. **Borsa Istanbul Review**, v. 22, p. S128–S140, 2022.

NEVES, CAMILA B. C. **O desempenho corporativo em ESG e a performance financeira das empresas brasileiras**. 2022. Dissertação (Mestrado em Administração, Área de concentração: Gestão Organizacional.) - Universidade Federal de Pernambuco, CCSA. Disponível em: <https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/46397>. Acesso em: 21 abr. de 2025.

PACTO GLOBAL. **O Pacto Global Rede Brasil**. 2025. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/>. Acesso em: 01 mai. 2025.

PACTO GLOBAL. **Relatório da conferência who cares wins 2005**: investindo para valor a longo prazo. 2005. <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2000/publications-report-whocares-wins2005--wci--1319576590784>. Acesso em: 07 abr. 2025.

PODDI, L.; VERGALLI, L. Does Corporate Social Responsibility Affect The Performance of Firms? **SSRN Electronic Journal**, [S.l.], ago, 2009. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0040162523008399>. Acesso em: 11 de mai. 2025.

PORTER, M. E.; VAN DER LINDE, C. Green and competitive: Ending the stalemate. **Harvard Business Review**, 73(5), 120-134, 1995.

PRI. **PRI Annual Report 2025**. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=21536> . Acesso em: 17 de Ago.2025.

PWC. **PwC's Global investor survey: the economic realities of ESG**. 2021. Disponível em: [https://d1e00ek4ebabms.cloudfront.net/production/uploaded-files/Final%20-%20PwC%20Global%20Investor%20Survey%202021%20\(1\)%20\(4\)-3b64f297-9e43-465e-90b2-2c08f0ed1f67.pdf](https://d1e00ek4ebabms.cloudfront.net/production/uploaded-files/Final%20-%20PwC%20Global%20Investor%20Survey%202021%20(1)%20(4)-3b64f297-9e43-465e-90b2-2c08f0ed1f67.pdf). Acesso em 24 de mai 2025.

RAMPINI, G. H. S. **Estudo do impacto das práticas ESG nos resultados das organizações**. 2024. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/3/3136/tde-10072024-140408/publico/GabrielHenriqueSilvaRampiniCorr24.pdf>. Acesso em: 01 maio 2025.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I.M. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. Livro - Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática**, 2013. Disponível em: https://www.geocities.ws/cienciascontabeisfecea/estagio/Cap_3_Como_Elaborar.pdf . Acesso em: 04 mai. 2025.

REVELLI, C.; VIVIANI, J. Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A **meta-analysis**. 2015. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/beer.12076>. Acesso em: 04 de mai. 2025.

RICHARDSON, R. J. **Métodos Quantitativos e Qualitativos**. Pesquisa Social: métodos e técnicas. São Paulo: Atlas, 1999. p. 92–101.

ROSSI JUNIOR, JOSE. What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index. **SSRN Electronic Journal**. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/228301602_What_is_the_Value_of_Corporate_Social_Responsibility_An_Answer_from_the_Brazilian_Sustainability_Index. Acesso em: 19 jun. 2025.

SANTOS, J. O. dos. **Valuation**: um guia prático. São Paulo: Editora Saraiva, 2018. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553131235>. Acesso em: 03 mai. 2025.

SANTOS, J. O. DOS; WATANABE, R. Uma análise da correlação entre o EVA[®] e o MVA[®] no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE Revista de Gestão**, [S. l.], v. 12, n. 1, p. 19-32, 2005. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36507>. Acesso em: 3 mai. 2025.

SANTOS, F., DIAS, J., BORGES, L. Analysis of the ESG score calculation adopted by banks and financial companies for the granting of credit. **Risus. Journal on Innovation and Sustainability**, v. 14, n. 1, p. 129–139, 2023. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/risus/article/view/60404>. Acesso em: 03 mai. 2025.

SANTOS, J.O. **Análise de crédito**: empresas, pessoas físicas e agronegócio. Editora Dialética, 2024 (a).

SANTOS, Renata C. P. **Integração de aspectos ESG no desempenho das empresas listadas na B3**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2024 (b). Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/9ce0a4a9-b065-44c8-862c-7682618df1fd/content>. Acesso em: 05 de mar. 2025.

SCHWAB, K. **A Quarta Revolução Industrial**: como a tecnologia está ressignificando o mundo, as empresas e os indivíduos. Rio de Janeiro: Editora Record, 2016.

SMITH, M. S.; STAFFORD-SMITH, M.; GRIGGS, D.; GAFFNEY, O.; ULLAH, F.; REYERS, B.; KANIE, N.; STIGSON, B.; SHRIVASTAVA, P.; LEACH, M.; O'CONNELL, D. Integration: the key to implementing the Sustainable Development Goals. **Sustainability Science**, v. 12, n. 6, p. 911-919, 2017. Disponível em: <https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/30147763/>. Acesso em: 01 mai. 2025..

STANWICK, P.A.; STANWICK, S.D. A relação entre desempenho social corporativo e tamanho organizacional, desempenho financeiro e desempenho ambiental: uma análise empírica. **Journal of Business Ethics**, v. 17, p. 195–204, 1998. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1005784421547>. Acesso em: 01 mai. 2025.

STERN STEWART & CO. **EVA® Primer**: um guia para os relatórios EVA® do Unibanco. São Paulo: Stern Stewart & Co., 11 out. 2001.

STEWART, G. B. **The quest for value**: a guide for senior managers. New York, 1990: HarperCollins Publishers.

SUSTAINALYTICS, MORNINGSTAR. **The ESG Score Risk Rating Methodology**. Disponível em: <https://tinyurl.com/53xtnpfd>. Acesso em: 3 mai.2025.

TEIXEIRA, E. A., NOSSA, V., FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 22, n. 55, abr. 2011. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/Npy4byt4mpTnHbnw4Yy6zLw/abstract/?lang=pt> . Acesso em: 3 mai. 2025.

TIETZ, K. **Análise comparativa de fatores determinantes da variabilidade do EBITDA e do EVA® de empresas do agronegócio no período de 2011 a 2022**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis, Controladoria e Finanças) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/41033/1/KAMILLA%20TIETZ.pdf>. Acesso em: 3 mai. 2025.

TOPANOTTI, J. A. M. ESG e o retorno sobre investimentos. **RISUS - Journal on Innovation and Sustainability**. v. 14, n. 4, 2023. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/risus/article/download/64240/44294/209493>. Acesso em: 3 mai. 2025.

TURNER, PAUL. Critical values for the Durbin-Watson test in large samples. **Applied Economics Letters**, v. 27, p. 1-5, 2019. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13504851.2019.1691711>. Acesso em: 19 jun. 2025.

VELTE, P. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. **Journal of Global Responsibility**, v. 80, n. 2, p. 169-178, 2007. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>. Acesso em: 01 mai. 2025.

VURAL-YAVAS, Ç. Economic policy uncertainty, stakeholder engagement, and environmental, social, and governance practices: the moderating effect of competition. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [S. l.], v. 28, n. 1, p. 82–102, 2021. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.2034>. Acesso em: 11 mai. 2025.

WHELAN, T.; ATZ, U.; HOLT, T.V.; CLARK, C. ESG and Financial Performance: uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015 – 2020. **NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management**. 2021. Disponível em: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf. Acesso em: 01 de mai. 2025.

WONG, W. C., BATTEN, J. A., AHMAD, A. H., MOHAMED-ARSHAD, S. B., NORDIN, S., & ADZIS, A. A. Does ESG certification add firm value? **Finance Research Letters**, 39, 101593. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/341608071_Does_ESG_certification_add_firm_value. Acesso em: 13 de jun. 2025.

ZAGO, A. P. P.; JABBOUR, C. J. C.; BRUHN, N. C. P. Sustentabilidade corporativa e criação de valor: o caso “*Dow Jones Sustainability Index*”. **Gestão & Produção**, [S. l.], v. 25, n. 3, p. 531–544, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0104-530x2958-16>. Acesso em: 18 de mai. 2025.