



**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**  
**INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

**RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA: IMPACTOS NA  
PERFORMANCE FINANCEIRA**

**Beatriz do Nascimento**

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do  
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por

**Nuno Filipe Lopes Moutinho e Rodrigo Alves Silva**

Bragança, junho de 2024.



Instituto Politécnico  
de Viana do Castelo

**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**  
**INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

**RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA: IMPACTOS NA  
PERFORMANCE FINANCEIRA**

**Beatriz do Nascimento**

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do  
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por

**Nuno Filipe Lopes Moutinho e Rodrigo Alves Silva**

Bragança, junho de 2024.

## Resumo

Em uma realidade na qual as empresas ganham cada vez mais destaque no impacto que geram sobre a sociedade e o meio ambiente, seu comportamento passou a ser questionado. Neste sentido, tendo como foco as questões ambientais, social e de governo (*Environmental – Social – Governance – ESG*), o presente trabalho tem como objetivo avaliar a relação entre o *ESG* e a performance financeira, tendo a presença feminina em cargos de decisão como fator de moderação daquela relação. Os resultados às empresas cotadas do S&P500 evidenciam a importância do gerenciamento do *ESG*, bem como das especificidades associadas às questões ambientais e sociais, nomeadamente quando utilizado o Tobin Q. Este trabalho destaca ainda o papel das mulheres nas decisões das empresas, sendo que quando ocupam uma posição de diretora executiva enquanto efeito moderador, é verificado um efeito positivo do risco *ESG* e do risco de *Environmental* no Tobin Q, e do risco de Governança no *ROA*. Também, o indicador de risco Social evidenciou ser significativamente negativo nas empresas americanas. Os resultados são consistentes com a teoria dos *stakeholders* e da legitimidade, visto que o gerenciamento de riscos *ESG* demonstra equilibrar as expectativas de *shareholders* e *stakeholders*, ao mesmo tempo em que reforça o compromisso das organizações perante a sociedade, legitimando-as.

**Palavras-chave:** *ESG risk score*, Teoria dos *Stakeholders*, Teoria da Legitimidade, presença feminina, performance financeira

## Abstract

In a reality in which companies are gaining increasing prominence for the impact they have on society and the environment, their behaviour is being questioned. In this sense, focusing on Environmental, Social and Governance (ESG) issues, this study aims to assess the relationship between ESG and financial performance, with the presence of women in decision-making positions. The results for companies listed on the S&P500 show the importance of ESG management, as well as the specificities associated with Environmental and social issues, particularly when Tobin's Q is used. This study also highlights the role of women in company decisions, with a positive effect of ESG risk and Environmental risk on Tobin Q and Governance risk on ROA when they occupy a position of executive director as a moderating effect. The Social risk indicator was also found to be significantly negative in American companies. The results are consistent with stakeholder and legitimacy theory, as ESG risk management is shown to balance the expectations of shareholders and stakeholders, while at the same time reinforcing organisations' commitment to society and legitimising them.

**Keywords:** ESG risk score, Stakeholder Theory, Legitimacy Theory, female presence, financial performance

*Dedico esta dissertação a minha família.*

## **Agradecimentos**

Para que esta última versão fosse possível, muitas pessoas caminharam comigo.

Agradeço aos meus pais, que a todo o momento foram suporte para que eu pudesse crescer, garantindo que eu aproveitasse oportunidades tão únicas quanto fazer este Mestrado.

Aos meus orientadores, Professor Nuno Filipe Lopes Moutinho e ao Professor Rodrigo Alves Silva, que durante todo o processo desta dissertação me acompanharam e incentivaram, permitindo que esta entrega fosse feita com muita dedicação e zelo.

Também agradeço a toda a estrutura do Instituto Politécnico de Bragança, em especial a professora Paula Odete Fernandes, que me receberam na instituição para poder realizar o Mestrado e viver esta experiência em Portugal que tanto me transformou.

Por último, mas não menos importante, agradeço a todos os meus amigos e meu amor, que me apoiaram, ajudaram e me impulsionaram a realizar esta dissertação. Foram todos essenciais para que tudo fosse da forma como foi e eu não poderia estar mais agradecida.

A todos, minha mais profunda gratidão.

## Lista de Abreviaturas, Acrónimos e Siglas

BoardSize: tamanho do conselho de administração

CA – Conselho de Administração

CEO - *Chief Executive Officer*

Com\_Serv: empresas do setor de serviços de comunicação

Cons\_Disc: empresas do setor de consumo discricionário

DespCap: Despesas de capital ou investimentos feitos pela empresa

Dual: dualidade do conselho de administração

Energia: empresas do setor de energia

ESG – *Environmental, Social and Governance*

ESG\_ENV: *Environmental risk score*

ESG\_GOV: *Governance risk score*

ESG\_SOCIAL: *Social risk score*

Idade: antiguidade da empresa

Imob: empresas do setor imobiliário

Indústria: empresas do setor de indústria

Lev: *leverage*

Liq: Liquidez

M\_CEO: mulher diretora executiva

M\_Chairman: mulher diretora do conselho de administração

Materiais: empresas do setor de materiais

Nfunc: número de funcionários na empresa

ONU – Organização das Nações Unidas

PF – Performance Financeira

PropInst: Percentual de propriedade institucional da empresa

ROA – *Return on assets*

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

Saúde: empresas do setor de cuidados de saúde

TIC: empresas do setor de tecnologia da informação

# Índice Geral

Índice Geral .....	viii
Índice de Tabelas .....	ix
Introdução.....	10
1. Revisão teórica.....	13
1.1 Performance Financeira .....	13
1.2 Responsabilidade Social Corporativa .....	15
1.3 O <i>ESG</i> e a performance.....	22
1.4 A importância da presença das mulheres em cargos de decisão para a relação entre o <i>ESG</i> e a Performance Financeira .....	26
2. Metodologia, Amostra e Variáveis .....	35
2.1 Metodologia e variáveis.....	35
2.2 Amostra .....	41
3. Análise Empírica .....	43
3.1 Estatística Descritiva .....	43
3.2 Matriz de Correlação .....	46
3.3 Análise Multivariada .....	49
3.4 Discussão dos resultados .....	59
Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação .....	61
Referências Bibliográficas.....	65

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Fatores que representam os pilares <i>ESG</i> .....	20
Tabela 2: Visão geral dos indicadores financeiros utilizados nas investigações.....	37
Tabela 3: Estatística Descritiva .....	44
Tabela 4: Matriz de Correlação .....	48
Tabela 5: Análise <i>ROA</i> e Mulher <i>Chairman</i> .....	51
Tabela 6: Análise Tobin Q e Mulher <i>Chairman</i> .....	54
Tabela 7: Análise <i>ROA</i> e Mulher <i>CEO</i> .....	56
Tabela 8: Análise Tobin Q e Mulher <i>CEO</i> .....	58

## Introdução

As organizações desempenham um papel de grande relevância na sociedade contemporânea, sendo não apenas entidades econômicas, mas também agentes de mudança e influência sociais, ambientais e culturais. Além do investimento em infraestrutura e serviços, bem como impulsionamento das economias regionais e locais, as empresas geram efeitos na disseminação de valores, práticas e tradições, mostrando-se cada vez mais com potencial de impacto no ambiente e na sociedade em que atuam.

Para compreender o desempenho de uma empresa pode ser utilizada a performance financeira (Biehl et al., 2024), que reflete sua capacidade de gerar lucro, crescimento sustentável e valor para os acionistas. Historicamente, este aspecto tem sido o principal foco de análise para investidores e demais partes interessadas. Contudo, nas últimas décadas, a performance financeira deixou de ser o centro das atenções, ganhando destaque a Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Este movimento reflete uma mudança nos critérios de avaliação das empresas por investidores (Aggarwal, 2013) e demais partes interessadas, que agora consideram também o impacto social e ambiental de suas operações.

Com a inserção da Governança Corporativa na RSC, surgiu um novo conceito: a Governança Social, Ambiental e Corporativa, do inglês *Environmental, Social and Governance (ESG)*. Este paradigma ampliado de avaliação das empresas incorpora dimensões que vão além dos tradicionais indicadores financeiros, trazendo foco para questões como sustentabilidade ambiental, responsabilidade social e práticas de governança corporativa.

No entanto, as investigações sobre a maneira como o *ESG* impacta a performance financeira ainda são inconclusivas. Estudos diversos apontam para relações positivas (Bofinger et al., 2022; Fu & Ho, 2014; Hsu & Chen, 2024; Okafor et al., 2021), neutras (Azmi et al., 2021; Han et al., 2016; Menezes, 2019) e até negativas (Lassala et al., 2021; Candio, 2024) entre a performance e o *ESG*, indicando uma área de estudo ainda carente de consenso. A justificativa para a presente pesquisa reside justamente nesta lacuna, que é reforçada pelo uso de variáveis tradicionais nas pesquisas feitas até o momento. Tendo em conta que pouco se investigou sobre fatores moderadores que podem influenciar esta relação, existe uma oportunidade para novas pesquisas que busquem compreender melhor os fatores moderadores.

Assim, ao considerar a importância da diversidade e da composição da diretoria na Governança Corporativa (Devine et al., 2024), a presença feminina na administração das empresas ganha importância, embora ainda pouco explorada. A inclusão de mulheres em cargos de decisão pode trazer novas perspectivas e abordagens que influenciam as práticas de *ESG* (Pramono & Nasih, 2022) e, conseqüentemente, a performance financeira das empresas (La Rocca et al., 2024; Tiscini et al., 2023).

Portanto, o objetivo desta dissertação é compreender de que maneira os aspectos de *ESG* estão relacionados com a performance financeira, tendo em conta a presença feminina em cargos de decisão. O presente trabalho tem como principais contributos inovadores para a literatura ampliar o olhar que se teve até o momento para o *ESG*, através do destaque para o impacto da diversidade de gênero em diretorias, auxiliando na compreensão ampliada de como a responsabilidade corporativa está vinculada à performance financeira das empresas. Ao reconhecer a crescente demanda por transparência, responsabilidade social e sustentabilidade nas práticas empresariais, a atual pesquisa vincula ao debate do *ESG* o impacto da liderança feminina, peça importante na compreensão do *ESG* e da performance financeira das empresas.

Os principais resultados demonstram que o gerenciamento do *ESG* por parte das empresas impacta positivamente na performance financeira, corroborando com as teorias dos *stakeholders* e da legitimidade. Também, a inclusão de mulheres em cargos de liderança pareceu gerar expectativas nos acionistas contrárias a rentabilidade empresarial, devido ao comportamento feminino mais direcionado para investimentos em questões humanistas e ambientais, podendo este se mostrar contrário ao interesse dos investidores de obter resultados de curto prazo das suas aplicações.

O trabalho organiza-se trazendo primeiramente uma revisão da literatura, contemplando os temas performance financeira, *ESG* e a presença feminina em cargos do conselho de administração e da diretoria executiva. Em seguida, a metodologia demonstra como os dados para a análise de

regressão foram coletados, bem como uma explicação detalhada do processo. Por fim, a análise dos dados será apresentada, seguida pela conclusão desta investigação.

# 1. Revisão teórica

## 1.1 Performance Financeira

A performance financeira (PF) é uma medida de resultados das organizações que revela a sua tendência à prosperidade (Aboramadan & Borgonovi, 2016). Por meio de indicadores financeiros operacionais, de valor, mercado e risco, os acionistas e a sociedade são capazes de avaliar os resultados das empresas, de acordo com suas expectativas e com as promessas feitas pelas próprias companhias.

Além de ser uma base para o benchmarking entre investidores (Herdinata et al., 2024), a performance financeira é uma fonte de informações para decisões racionais e embasadas, tendo as demonstrações financeiras reconhecidas como a forma mais efetiva pela qual as empresas podem comunicar seu posicionamento social e ambiental em Contabilidade (Akanfe et al., 2017).

Apesar de não existir consenso na melhor forma de se medir a Performance Financeira (Lassala et al., 2021), ela pode ser avaliada sob três perspectivas principais: de mercado, de valor e de risco, de modo que cada uma dessas dimensões oferece prospectos distintos e complementares sobre o desempenho da empresa.

A performance de mercado está relacionada ao desempenho da empresa no contexto do mercado financeiro, geralmente medido através do preço das ações e da capitalização de mercado. Este tipo de performance reflete a percepção dos investidores sobre a capacidade da empresa de gerar lucros futuros e sua posição competitiva no setor (Lassala et al., 2021). Segundo Koller et al. (2010), o preço das ações reflete as expectativas dos investidores sobre os fluxos de caixa futuros da empresa, ajustados pelo risco. Outra métrica importante neste contexto é o Tobin Q, que é a razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos. Um Tobin Q maior que 1 indica que o mercado avalia a empresa mais do que o custo de seus ativos, refletindo expectativas positivas sobre sua performance futura (Madaleno et al., 2019).

Enquanto isso, a performance de valor ou contábil, se refere à criação de valor econômico para os acionistas, muitas vezes medida por indicadores como o Valor Econômico Adicionado (*EVA*) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*ROE*). Esta métrica avalia se a empresa está gerando retornos superiores ao custo de oportunidade do capital investido. De acordo com Young e O'Byrne (2000), o *EVA* é uma medida importante de performance, pois considera o custo de todos os recursos utilizados pela empresa. Assim, um *EVA* positivo indica que a empresa está criando valor real para seus acionistas. Outro indicador relevante é o Retorno sobre Ativos (*ROA*), que mede a eficiência da empresa em utilizar seus ativos para gerar lucros. Um *ROA* mais elevado indica uma gestão eficiente dos ativos da empresa, resultando em maior rentabilidade (Madaleno et al., 2019).

Já a performance de risco avalia a exposição da empresa a diferentes tipos de riscos financeiros, como risco de mercado, risco de crédito e risco operacional. Medidas como o *Value at Risk (VaR)*, que estima as perdas potenciais em cenários adversos, ajudando a empresa a implementar estratégias de mitigação eficazes, e a alavancagem financeira são utilizadas para quantificar e gerenciar esses riscos. De acordo com Crouhy et al. (2013), a gestão de risco é essencial para a estabilidade financeira de uma organização.

Desta forma, a performance financeira oferece uma visão clara aos investidores sobre o retorno potencial de seus investimentos e a sustentabilidade da empresa a longo prazo. A sociedade, por sua vez, se beneficia de empresas financeiramente saudáveis que contribuem para o crescimento econômico, a geração de empregos e a inovação. Empresas com boa performance financeira tendem a ser mais estáveis, inovadoras e responsáveis, contribuindo positivamente para o desenvolvimento econômico e social.

Entretanto, mesmo que a performance financeira continue sendo um indicador vital do sucesso empresarial, nos últimos anos, tornou-se evidente que ela não é suficiente para capturar todos os aspectos do desempenho de uma empresa. A crescente importância da Responsabilidade Social Corporativa (*RSC*) reflete uma mudança nas expectativas das partes interessadas pelo desempenho das organizações, que agora demandam práticas empresariais sustentáveis e éticas, além do lucro financeiro. Segundo Eccles et al. (2014), empresas que adotam práticas robustas de *RSC* tendem a ter melhor performance no longo prazo, não apenas em termos financeiros, mas também em termos de reputação, atração e retenção de talentos, e resiliência em tempos de crise.

A integração da RSC na estratégia empresarial é vista como um componente essencial para a geração de valor sustentável e a gestão de riscos não financeiros.

Assim, a performance financeira é uma medida multidimensional que abrange a performance de mercado, de valor e de risco, cada uma oferecendo perspectivas únicas sobre o desempenho de uma organização. No entanto, a avaliação do desempenho das empresas está evoluindo para incluir critérios de responsabilidade social e ambiental, reconhecendo que a sustentabilidade a longo prazo depende de um equilíbrio entre resultados financeiros e impacto social positivo.

## 1.2 Responsabilidade Social Corporativa

As empresas enquanto organizações integrantes da sociedade, não apenas são influenciadas pelas mudanças externas, como também exercem um impacto significativo sobre ela (Khaskheli et al., 2020). Ao operar no mercado, elas estão sujeitas às transformações sociais, tecnológicas e ambientais em curso, o que exige uma constante adaptação às novas realidades (Makkonen et al., 2014). No entanto, além de se adaptarem, as empresas também têm o poder de impulsionar mudanças sociais e econômicas nos ambientes em que estão inseridas, através da disseminação da sua cultura corporativa e da oferta de produtos e serviços inovadores.

Com foco no aspecto da sustentabilidade, Zwicker et al. (2022) afirmam que as companhias possuem mais resultados no impacto final, tanto em questão da economia das matérias-primas (água, pegada de carbono, desperdício e energia), quanto na influência de comportamento, sobretudo através da liderança corporativa (Wen et al., 2021), devido ao seu potencial de ação mais rápido e amplo que os governos. Assim, embora geralmente questões sociais e ambientais, como igualdade de gênero, etarismo, mudanças climáticas, perda de biodiversidade e poluição sejam atribuídas como de responsabilidade da sociedade e do governo, há evidências de que as organizações possuem maior capacidade de produzir efeitos do que as iniciativas individuais.

Isto porque, devido a sua magnitude, acesso ao capital e possibilidades de ações mais autônomas, as empresas têm maior poder de gerar mudanças com repercussão significativa na sociedade. Através do uso de materiais menos poluentes, da descarbonização das cadeias de suprimentos e da aliança com fornecedores e entidades que priorizam a responsabilização sobre o impacto social e ambiental (Zwicker et al., 2022), entre outros. Além disso, é comprovado que funcionários que convivem em ambientes nos quais objetivos comunitários e sustentáveis são definidos e seguidos, estão mais propícios a seguir o mesmo caminho de forma voluntária. Estes sentem melhoria no sentimento de bem-estar, refletem moralmente sobre compromissos ambientais e identificam comportamentos pró-ambientais nos colegas de trabalho (Unsworth et al., 2021), expandindo em mudanças significativas de dentro para fora da empresa (Sharpe et al., 2022).

Todavia, nem sempre as empresas estiveram direcionadas para agirem em benefício da sociedade e em consonância com perspectivas que pudessem melhorar parâmetros sociais e ambientais. Até a Primeira Guerra Mundial, estes órgãos eram voltados especificamente para o aumento de riquezas e lucro aos proprietários. O modelo de trabalho, assim, era baseado na estrutura, por meio das Teorias da Administração Científica e Clássica, nas quais o trabalhador não era reconhecido

enquanto indivíduo, e sua principal função era produzir em larga escala (Motta & Vasconcelos, 2015).

A partir deste conflito histórico, a indústria e a comunidade viram-se necessitadas de reconstruir o ambiente global, gerando um senso de cooperação intensa, com novas perspectivas sobre o que é o trabalho e como ele impacta a comunidade (Benedicto et al., 2008). Desta forma, já em meados dos anos 1960, entraram em destaque as questões sobre o ser individual e o ambiente, que passaram a ter maior visibilidade nas discussões sociais, sobretudo devido aos problemas socioeconômicos que vinham sendo enfrentados nos Estados Unidos. A ideia, então, passou a ser difundida para a Europa, onde artigos de revistas e jornais também levantaram a pauta da responsabilidade social por parte das organizações (Carroll, 1999; Friedman, 2007; Quazi, 1997).

Neste sentido, as empresas começaram a ter um olhar mais abrangente, para além da performance financeira, abrindo espaço para o pensamento de novas formas de produção e consumo. Este direcionamento foi potencializado na década de 1980, quando, com a democratização dos países, o tema da responsabilidade social passou a estar associado com a ética empresarial, a consciência coletiva e a qualidade de vida no trabalho (De Benedicto, 2002). Além disso, posteriormente, com a globalização e a industrialização dos países, a degradação do ambiente e a limitação dos recursos naturais ficaram evidentes (Emeka-Nwokeji et al., 2021), acrescentando a esta pauta o posicionamento sustentável das organizações. Sendo assim, o exercício da responsabilidade social integra o comportamento de sustentabilidade dentro de uma empresa.

Para além do setor privado, a ameaça da sustentabilidade levou os governos de todo o mundo a trabalharem no sentido de uma maior proteção ambiental, através da formulação de políticas ambientais, da aplicação de normas, orientações, legislação e da criação de agências nacionais para as implementar (Feng et al., 2022). Como gestor e regulador da sociedade, o governo tem a responsabilidade de proteger o interesse público e o meio ambiente, visto que a qualidade deste é significativamente influenciada pela atuação governamental (Azam et al., 2023). Além disso, de acordo Niu (2024), a gestão pública em áreas sustentáveis está positivamente associada a níveis mais elevados de desempenho ambiental e social de um país, maior estímulo de inovação sustentável nas empresas e métricas de governança, contribuindo para o desenvolvimento de vários países.

Portanto, diante da crescente importância em relação a responsabilidade social, tornou-se um pré-requisito que as corporações se posicionassem diante de questões econômicas, legais, éticas e filantrópicas (Gupta et al., 2012). Surgia, assim, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), representando o papel que as empresas desempenham na sociedade, enquanto instituições agregadoras da melhoria da qualidade de vida e do bem-estar (Steiner & Miner, 1981), reconhecendo que para este desenvolvimento ser efetivo, era necessário abranger os aspectos sustentáveis e sociais.

Segundo a *United Nations Industrial Development Organization* (UNIDO, 2015), a “Responsabilidade Social Corporativa pode ser entendida como a maneira pela qual cada organização alcança o equilíbrio entre os imperativos econômico, ambiental e social (“*Triple Bottom*

*Line Approach*”)” (tradução nossa), ao mesmo tempo em que satisfaz às expectativas não somente dos acionistas, mas também dos indivíduos que se relacionam de alguma maneira com a organização. Desta forma, embora não fosse considerada uma iniciativa obrigatória por parte das companhias, o conceito ganhou força ao agregar valores importantes para a sociedade, assim como para os sócios e investidores, que passaram a compreender a relevância de um sistema produtivo capaz de se ajustar às mudanças ambientais e sociais.

A Responsabilidade Social Corporativa encontra suporte na Teoria dos *Stakeholders*, a qual considera que as organizações, enquanto órgãos sociais, devem considerar não somente os interesses dos acionistas (*shareholders*), voltados aos retornos de capitais, mas também das demais partes interessadas (*stakeholders*) (Freeman, 1984). Estas partes interessadas são definidas como os clientes, funcionários, fornecedores, formuladores de políticas, sociedade, mídia, instituições financeiras e o próprio governo, ou seja, entidades que legitimam as organizações e sem as quais elas não existiriam (Kumar, 2023). Assim, ao aderir um posicionamento ético e transparente, a organização cumpre o seu papel de gerenciar o relacionamento e o interesse de todas as partes interessadas no processo de criação de valor (Li et al., 2021).

As empresas que se posicionam através da responsabilidade corporativa “transmitem indiretamente sua disposição de atender às demandas dos *stakeholders* e evitar alguns dos custos associados ao cumprimento rigoroso de acordos contratuais formais”, como contratos sindicais e regulamentações do governo (Azmi et al., 2021, p.3). Desta forma, a RSC acaba por ser uma fonte de oportunidade, vantagem competitiva (Saeed et al., 2023) e inovação corporativa (Porter & Kramer, 2007), visto que é comprovado que os modelos de negócios responsáveis estão menos expostos aos efeitos negativos de alterações tecnológicas ou regulatórias. Ao adotarem inovações sustentáveis (a partir de produtos e processos que procurem reduzir impactos ambientais) e equidade social, as empresas constroem uma reputação positiva no relacionamento a longo prazo com *stakeholders* (Dhingra et al., 2023), ao minimizar os impactos negativos em suas operações (Nadeem et al., 2021). Outras vantagens observadas são melhoria na tomada de decisões e no gerenciamento de riscos (Wu et al., 2023).

Portanto, ao adotar medidas que envolvam, ao mesmo tempo, os interesses de investidores e de qualquer entidade que se relaciona com a organização, resultados significativos são observados na saúde empresarial (Freeman, 1984). Uma gestão estratégica que leve em consideração a Teoria dos *Stakeholders*, pode observar não só a conseqüente criação de valor (Okafor et al., 2021), como também o aumento da responsabilidade ética, da sinergia e da relação de confiança com *stakeholders* (Vásquez-Ordóñez et al., 2023).

Para além de uma obrigação ética das companhias de engajar-se e zelar por suas partes interessadas internas e externas, estas agora demandam uma justiça organizacional, assegurando que as atividades empresariais não comprometam seu bem-estar. Isto, por sua vez, requer que os gestores reexaminem e fortaleçam seus contratos sociais com as múltiplas partes envolvidas com a organização (Schaltegger et al., 2019), levando a atualização dos objetivos organizacionais (Mahajan et al., 2023), uma vez que a teoria:

“(i) oferece uma abordagem holística para a tomada de decisões (ou seja, equilibra as necessidades, os desejos e as demandas de várias partes interessadas, não apenas dos acionistas), (ii) defende a ética (ou seja, permite que as organizações sejam mais responsáveis em suas estratégias e operações), (iii) gerencia riscos (ou seja, antecipa e mitiga possíveis problemas que possam prejudicar as operações, o desempenho e a reputação da organização devido às preocupações e ações dos *stakeholders*), (iv) oferece uma visão geral da organização, (v) promove a inovação (ou seja, *stakeholders* como recurso para ideias e inspirações) e (vi) protege a legitimidade (ou seja, a licença social para operar por meio do apoio dos *stakeholders*).” (Mahajan et al., 2023, p.2)

Assim, o principal objetivo das organizações passou a ser maximizar a riqueza de seus acionistas, ao mesmo tempo em que satisfaz os interesses da sociedade e demais partes interessadas (Hunjra et al., 2024). Por isso, a divulgação de informações não financeiras se tornou uma parte relevante no engajamento destes personagens (Vásquez-Ordóñez et al., 2023), como forma de apresentar as formas como a empresa inclui o aspecto socioambiental na gestão e demais processos (Volschenk et al., 2016), fator inerente a Responsabilidade Social Corporativa.

Entretanto, este equilíbrio entre as expectativas dos acionistas e as demandas de Responsabilidade Social Corporativa pela comunidade mostra-se um grande desafio. Embora a maximização do valor para os acionistas permaneça como um objetivo primordial, os líderes corporativos podem ter outras metas que não estejam alinhadas exclusivamente com este propósito (Wu et al., 2023). Por exemplo, podem priorizar investimentos em práticas sustentáveis, mesmo que isso implique em custos financeiros imediatos significativos, comportamento que vai contra as expectativas de investidores (Friedman, 2007).

Estas controvérsias encontram-se explicadas pela Teoria da Agência, a qual vincula os interesses dos acionistas aos da gestão da organização empresarial (Pinheiro & Da Costa, 2022). Ela afirma que uma empresa é composta pelo vínculo de contratos entre os gerentes ou proprietários (agentes) e acionistas (principais) (Jensen & Meckling, 1998), podendo haver uma divergência de interesses entre esses dois grupos, levando ao que é conhecido como "custo de agência". Conforme Jensen e Meckling (1998, p. 4), “os custos de agência incluem os custos de estruturação, monitoramento e garantia de um conjunto de contratos entre agentes com interesses conflitantes, mais a perda residual incorrida porque o custo da execução total dos contratos excede o benefício”. Isto ocorre, porque o principal, ao delegar o poder de gestão ao agente, espera que este aja no melhor interesse do principal, mas aquele, muitas vezes, procura seus próprios objetivos em detrimento dos interesses dos acionistas, gerando uma separação entre propriedade e controle. Embora ambos estejam interessados em resultados positivos para a empresa, o agente tende a esperar retornos no longo prazo, enquanto o principal está orientado ao curto prazo, com retornos que evidenciem rapidamente a resposta para sua decisão de investimento (Panda & Leepsa, 2017). Como já mencionado, esta divergência pode ser observada na adoção de iniciativas socioambientais, em que os custos de curto prazo, voltados a conformidade ética, podem entrar em conflito com a criação de valor de longo prazo para os acionistas (Freeman et al., 2018).

Diante deste cenário, a Governança Corporativa passou a ser vista como um mecanismo essencial às corporações, a qual é definida como um conjunto de práticas, normas e processos que regulam a maneira como as empresas são gerenciadas e controladas (Hunjra et al., 2024). Ela estabelece as diretrizes de atuação da organização para garantir uma conduta transparente, ética e responsável

com seus parceiros. Assim, apresenta-se como o mecanismo capaz de atenuar o conflito de agência (Wu et al., 2023), por meio dos seus princípios: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Estes responsabilizam a administração pelas decisões tomadas, para garantir, de forma mais segura, o seu compromisso com a divulgação de informações e tratamento igualitário das diferentes partes interessadas, reduzindo a assimetria de informações (Martiningo Filho et al., 2023) e a conseqüente probabilidade de feedbacks negativos por parte dos acionistas (Mendiratta et al., 2023).

Como bem destacado por Bhasin e Shaikh (2013), a Governança Corporativa representa o elo entre o conselho de administração, gestão empresarial, acionistas e as partes interessadas, refletindo a resposta da organização às preocupações desses atores. O conselho de administração, enquanto principal mecanismo da governança interna e liderança empresarial, desempenha um papel ativo na orientação do desenvolvimento e ajuste das estratégias empresariais. Considerando o seu potencial e importância, os Princípios de Governança das Empresas (2004), desenvolvido pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, sugerem que o quadro de governança das empresas deve fornecer orientações para um controle eficaz por parte do conselho de administração. Este, quando bem estruturado, com diretores executivos e não executivos (Fama & Jensen, 1983), relatórios informativos e controles internos bem definidos, consegue rapidamente identificar e contornar riscos, a fim de mitigá-los.

Uma das suas funções é a elaboração dos relatórios anuais, dada a sua importância na influência sobre a divulgação da empresa para *shareholders* e *stakeholders* (Emeka-Nwokeji et al., 2021). Ao divulgar informações financeiras e não financeiras, o agente reduz a assimetria de informações entre ele e o principal, decorrentes da separação entre propriedade e controle. Segundo Carnini Pulino et al. (2022), quanto maior o nível de divulgação de informações não financeiras, como as relacionadas à responsabilidade corporativa, mais satisfeito o principal, devido a segurança que passa a obter com o nível de transparência da empresa. Assim, as partes interessadas estão pressionando cada vez mais as empresas a compartilharem informações não financeiras sobre suas atividades, e estas estão intensificando seus esforços para equilibrar efetivamente as demandas potencialmente conflitantes entre *shareholders* e *stakeholders*, gerando um aumento significativo na divulgação dos relatórios de governança (Emeka-Nwokeji et al., 2021).

Nesse sentido, considerando seu potencial de ajudar a identificar mudanças nas expectativas dos consumidores e nas questões ambientais e sociais, assim como diminuir o risco de mercado (Dhingra et al., 2023), as práticas de Governança Corporativa passam a estar aliadas a Responsabilidade Social Corporativa. Estas desempenham um papel crucial, não apenas na maximização da riqueza para os acionistas, mas também na contribuição para o equilíbrio do bem-estar da sociedade, das partes interessadas e do meio ambiente, como observado por Albuquerque et al. (2019).

O elo entre a Responsabilidade Social e a Governança Corporativa deu origem a um novo conceito, chamado de Governança Social, Ambiental e Corporativa (ou, em inglês, *Environmental, Social and Corporate Governance*, também conhecida pela sigla *ESG*) (Buallay, 2019), de modo que as

iniciativas adotadas pela organização em prol do desenvolvimento social e sustentável passam a traduzir também as ações consideradas éticas pelas partes interessadas. Esta iniciativa lança as bases para a preservação e o reforço do valor da empresa, exigindo maior compromisso por parte das corporações em relação aos princípios da *ESG*, concretizado por meio dos relatórios sociais e de sustentabilidade (Lassala et al., 2021). Estes princípios estão fundamentados em três pilares: *Environmental* (Ambiental, em português), *Social* (Social, em português) e *Governance* (Governança, em português) a serem adotados pelas organizações, que são caracterizados conforme a Tabela 1:

Tabela 1: Fatores que representam os pilares *ESG*.

Pilar/dimensão	Fatores
<i>Environmental (E)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE)</li> <li>• Consumo e eficiência de energia</li> <li>• Poluentes atmosféricos</li> <li>• Uso e reciclagem de água</li> <li>• Produção e gerenciamento de resíduos (água, sólidos, perigosos)</li> <li>• Impacto e dependência da biodiversidade</li> <li>• Impacto e dependência dos ecossistemas</li> <li>• Inovação em produtos e serviços ecologicamente corretos</li> </ul>
<i>Social (S)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liberdade de associação da força de trabalho</li> <li>• Trabalho infantil</li> <li>• Trabalho forçado e compulsório</li> <li>• Saúde e segurança no local de trabalho</li> <li>• Saúde e segurança do cliente</li> <li>• Discriminação, diversidade e igualdade de oportunidades</li> <li>• Pobreza e impacto na comunidade</li> <li>• Gestão da cadeia de suprimentos</li> <li>• Treinamento e educação</li> <li>• Privacidade do cliente</li> <li>• Impactos na comunidade</li> </ul>
<i>Governance (G)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Códigos de conduta e princípios comerciais</li> <li>• Prestação de contas</li> <li>• Transparência e divulgação</li> <li>• Remuneração dos executivos</li> <li>• Diversidade e estrutura da diretoria</li> <li>• Suborno e corrupção</li> <li>• Engajamento das partes interessadas</li> <li>• Direitos dos acionistas</li> </ul>

Fonte: Adaptado de Li et al. (2021, p. 2).

Desta forma, embora muitas vezes sejam usados na literatura como sinônimos (Dhingra et al., 2023), o *ESG* mostra-se como um conceito mais abrangente que *RSC*, pois o aspecto da Governança é mais explícito, chamando a atenção para os investidores que analisam as empresas (Kumar, 2023). Também, de acordo com Pulino et al. (2022), o pilar da governança mostra-se com o maior destaque no ponto de vista do mercado, revelando-se como potencial indicador de reconhecimento das empresas perante a sociedade e acionistas.

Importante pontuar que, a partir do momento em que uma empresa se compromete com estas causas, indiretamente estão afirmando que vão agir para além das aparências. De acordo com (Matias, 2014), as estratégias devem estar direcionadas a analisar o mercado e aproveitar

oportunidades para que possam fornecer soluções sociais e ambientais. Portanto, para que uma empresa seja considerada verdadeiramente sustentável ela deve ir além, ou seja, ser proativa, propor estratégias inovadoras e ações integradas e eficazes (Porter & Kramer, 2007), orientadas para resultados concretos e positivos no âmbito socioambiental.

Por isso, ao se adequar aos princípios de sustentabilidade, comunidade e governança, a empresa encontra maiores bases para que possa resistir ao longo do tempo, visto que apresenta uma sintonia entre os seus valores e os da sociedade (Emeka-Nwokeji et al., 2021; León & Salesa, 2023a). Este princípio encontra-se presente na Teoria da Legitimidade, definida por Suchman (1995, p. 574) como a “percepção generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas quando estão dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições”.

Desta forma, considerando o impacto que as expectativas das partes interessadas exercem sobre as organizações, estas acabam precisando agir dentro dos limites e das normas das comunidades em que operam, mostrando à sociedade que os benefícios promovidos pelas empresas são maiores do que o custo que elas geram (Mio et al., 2019). A partir do momento em que existe uma harmonia entre os valores da entidade e os valores da sociedade, pode-se considerar que há legitimidade (Lindblom, 1994). Esta pode ser alcançada, segundo os proponentes da Teoria da Legitimidade (Deegan, 2000; Patten, 1992), por meio de relatórios não financeiros, os quais tendem a reduzir os riscos de ações regulatórias e boicotes por parte dos *stakeholders*. Isto não só fortalece as operações da organização, como também reforça o seu comprometimento em integrar pautas que garantam a inovação diante da sociedade (León & Salesa, 2023a).

Considerando que as expectativas da comunidade se modificam ao longo do tempo e lacunas de legitimidade podem surgir, as organizações se veem diante da necessidade premente de comunicar suas adaptações para atender aos novos requisitos ou justificar as áreas ainda não abordadas. Nesse contexto, a adoção da *ESG* apresenta-se como instrumento fundamental, ao permitir que as organizações se posicionem diante da exigência de transparência da sociedade e legitimem suas atividades, servindo em um cenário futuro como um histórico para avaliar as iniciativas das empresas (León & Salesa, 2023a).

Fica evidente, assim, que em uma sociedade cada vez mais globalizada, o modelo tradicional de mercado começou a sofrer tremendos desgastes, de modo que aspectos como aprovação social, competitividade e altos padrões de governança são cada vez mais exigidos (Pinheiro & Da Costa, 2022). Os acionistas perceberam que questões não financeiras podem ter grande relevância na performance financeira e na criação de valor (Quick & Inwinkl, 2020), passando a exigir mais do que lucros operacionais. Por isso, estão cada vez mais avaliando a performance das empresas em questões de governança e responsabilidade corporativa, podendo inclusive sacrificar retornos financeiros para dar prioridade a iniciativas sustentáveis (Vilas et al., 2024).

Já as demais partes interessadas, representadas por credores, consumidores, fornecedores, funcionários, o governo e a comunidade (Raza et al., 2021), estão sendo vistas como peças-chave para o sucesso organizacional. Estas, ao atentar para as externalidades negativas das operações

empresariais, aumentaram a conscientização sobre o impacto de suas atividades no meio ambiente e na sociedade, de modo a exercer pressões de compromisso às organizações (Nadeem et al., 2021).

Justamente por isso, é importante destacar que a interseção entre Governança Corporativa e RSC não se limita apenas ao aspecto ético, mas também tem implicações financeiras significativas, passando de um exercício de construção da reputação da empresa para a criação de oportunidades empresariais. Como ressaltado por Hunjra et al. (2024), as práticas de ESG não só ajudam as empresas a se adaptarem às mudanças nas expectativas dos consumidores, nas questões ambientais e sociais, mas também contribuem para a melhoria da sua imagem positiva. Além disso, a implementação eficaz destas práticas, em conjunto com sistemas de governança sólidos, não apenas aumenta o valor econômico das empresas, mas também melhora sua capacidade de gerenciar os riscos financeiros de forma mais eficiente (Nadeem et al., 2021).

Outros benefícios estratégicos também estão associados a ESG, como resiliência financeira aos choques de mercado (Albuquerque et al., 2019), a estabilidade do sistema econômico (Vu et al., 2018), o melhor acesso e fidelização dos clientes e trabalhadores (Aggarwal, 2013), acesso a novos produtos e mercados, acesso mais fácil ao capital (Quick & Inwinkl, 2020), redução de custos, do nível de inadimplência (Cheng et al., 2014) e aumento de produtividade (Lassala et al., 2021), de modo que não só fortalece as empresas individualmente, mas também contribui para a saúde e estabilidade do sistema econômico como um todo.

### **1.3 O ESG e a performance**

Neste ponto é analisada a relação entre a Governança Ambiental, Social e Corporativa e a Performance Financeira. A ligação entre a adoção de iniciativas ESG e a performance financeira das empresas é assunto explorado há muito tempo pelas investigações acadêmicas. Entretanto, embora se reconheça a necessidade de as empresas se posicionarem diante de questões sociais, ambientais e de governança (Aggarwal, 2013), ainda não há um consenso quanto ao impacto desse comportamento sobre os resultados financeiros (Valencia et al., 2023). Nesse sentido, os acionistas continuam a avaliar as empresas com base em sua capacidade de gerar lucros e retornos financeiros consistentes a longo prazo, porém estão mais direcionados aos Investimentos Socialmente Responsáveis (*Social Responsible Investment – SRI*, em inglês), isto é, avaliam o posicionamento socioambiental das empresas (Renneboog et al., 2008).

Dentre os resultados encontrados nas pesquisas, algumas encontram uma relação positiva entre o emprego da ESG e a performance financeira, enquanto outras percebem uma relação neutra ou até mesmo negativa (Barauskaite & Streimikiene, 2021), gerando uma divergência de resultados que amplia os horizontes de pesquisa realizados até o momento. Essa análise tem sido feita, inclusive, por meio da inserção de diferentes fatores em conjunto (Liu et al., 2021), fatores mediadoras e moderadoras (Candio, 2024; Wu et al., 2023), a fim de diversificar os componentes de resposta e

compreender se existe algum padrão entre indústrias, mercados, países e contextos legislativos e regulatórios diferentes, criando uma gama maior de campo exploratório.

Dentre os autores que encontraram uma relação positiva entre a *ESG* e a performance financeira estão Okafor et al. (2021), que estudaram empresas de tecnologia dos Estados Unidos, listadas no S&P 500 entre 2017 e 2019, e verificaram que o aumento nos gastos com RSC está significativamente correlacionado com o aumento nas receitas e na lucratividade, com as margens de lucro líquido aumentando notavelmente de 10,7% para 18,5%. Além disso, a governança corporativa emergiu como um canal vital através do qual a RSC impulsiona o desempenho da empresa (*ROA* e *ROE*), sendo um fator significativo no retorno sobre os ativos e o patrimônio. O estudo sublinha a importância dos investimentos em práticas sustentáveis e bem-gerenciadas, não apenas como uma obrigação ética, mas como uma estratégia inteligente que gera retornos substanciais e cria uma vantagem competitiva no mercado.

Além disso, Fu e Ho (2014) acrescentaram o aspecto da governança corporativa no âmbito de um estudo para empresas de Taiwan e verificaram uma correlação positiva significativa entre RSC e governança corporativa, indicando que empresas mais envolvidas em atividades de bem-estar público tendem a apresentar melhores práticas de governança. Também verificaram uma conexão positiva entre RSC e desempenho financeiro, pelo que as empresas que investem mais em responsabilidade social não apenas atendem a um papel ético, mas também observam um aumento direto em seu valor financeiro. Como tal, aqueles autores concluem que a implementação de práticas responsáveis pode ser uma estratégia lucrativa e propícia para o sucesso corporativo a longo prazo.

Outras duas inquirições sobre o tema foram as de Bofinger et al. (2022) e Hsu e Chen (2024). O primeiro comparou a *ESG* com o *misvaluation* (medido pela valorização da renda residual e o índice de série temporal de *misvaluation*) das empresas, tendo como resultado que as companhias que investem em *ESG* possuem resultados positivos significativos no seu valor de mercado. Os autores afirmam que suas conclusões corroboram com a Teoria dos *Stakeholders*, ao evidenciar que os esforços de RSC não diminuem a riqueza dos acionistas, mas podem ter implicações positivas no valor.

Hsu e Chen (2024), num estudo feito com as empresas listadas na Fortune 500 entre 2018 e 2021, analisaram o nível de persistência da performance financeira com a *ESG* (por meio das pontuações presentes no S&P Global) e concluíram que as empresas que adotam a RSC/*ESG* podem melhorar o desempenho de uma empresa e obter uma vantagem competitiva sustentável. O estudo oferece uma indicação clara de que os benefícios de adotar práticas *ESG* são duradouros, contanto que continuem impactando positivamente o estado atual da empresa. Apesar dos custos iniciais que essas estratégias podem acarretar e que podem desencorajar a gestão, o artigo conclui que, a longo prazo, a implementação de RSC/*ESG* trará recompensas significativas para a empresa.

Além disso, investigações também foram realizadas sobre o tema utilizando o índice de risco *ESG*, que mede o gerenciamento do risco por parte das empresas. Segundo Cohen (2023), o *Social risk score* apresenta uma relação negativa com os riscos excessivos. O autor também teve como

resultado que o risco de governança afeta positivamente os retornos excessivos, sugerindo que, na prática, a boa governança pode aumentar a confiança dos investidores, melhorar a eficiência operacional e a resiliência em tempos de crise, resultando em retornos superiores aos esperados.

Outros autores que abordaram o *ESG risk score* foram Shobhwani e Lodha (2023) e Saini et al. (2023). Os primeiros estudaram o impacto do *ESG risk score* e seus subcomponentes nas empresas do Nifty 100, encontrando falta de significância em todas as variáveis em relação a performance financeira, medida pelo Tobin Q, *ROA* e *ROE*. Já os segundos, ao estudar empresas indianas, apresentaram uma relação negativamente significativa entre *ESG risk score* e a performance financeira, medida pelo *ROA*, confirmando a relação esperada pelos autores com a teoria dos *stakeholders*. Estes afirmam que organizações empenhadas em adotar medidas *ESG* obtêm a confiança das suas partes interessadas, ao mesmo tempo em que atende às expectativas dos investidores de estarem ligados a empresas responsáveis.

Outros resultados positivos também foram encontrados em uma amplitude de investigações, sendo considerado a conclusão com maior abrangência até o momento, conforme Pulino et al. (2022), Hunjra et al. (2024) e Nenavani et al. (2024).

Por outro lado, também houve pesquisas nas quais os resultados da correlação entre *ESG* e performance financeira foram inconsistentes. Han et al. (2016), ao examinar a relação entre a responsabilidade social corporativa e o lucro corporativo das empresas listadas no mercado de ações coreano entre 2008 e 2014, concluiu que não há evidências estatisticamente significativas ou uma relação entre a pontuação de desempenho de RSC e o desempenho financeiro, já que o indicador ambiental demonstrou uma relação negativa com a PF e o de governança, positiva. Renneboog et al. (2008), na mesma direção, concluiu, através de uma revisão da literatura, que não há um consenso em relação à causalidade e à avaliação das iniciativas de RSC perante o mercado de capitais, enquanto Menezes (2019) não percebeu impacto perante o *ROA* e *EPS*, mas sim no Lucro Líquido das organizações.

Além disso, ao investigar como a atividade *ESG* (ambiental, social e de governança) afeta o valor dos bancos em mercados emergentes, Azmi et al., (2021) identificaram uma relação não linear entre atividade *ESG* e o valor de mercado medido pelo Tobin Q. Níveis baixos de atividade *ESG* elevam o valor do banco, enquanto níveis altos apresentam retornos decrescentes, sugerindo que após um certo ponto, o valor adicional de incrementos *ESG* é reduzido. Os resultados destacam a importância de uma gestão cuidadosa da intensidade das iniciativas *ESG*, principalmente as ambientais, que são mais valorizadas por acionistas e detentores de títulos. Adicionalmente, constatou-se que a *ESG* impacta positivamente o valor da empresa através do custo de capital próprio, fluxo de caixa e margem de juros líquidos, mas não afeta o custo da dívida ou o risco de inadimplência.

Esta não linearidade dos resultados também foi encontrado na pesquisa de Albuquerque et al. (2019), que ao apresentar um modelo de equilíbrio de setor, percebeu que o Tobin Q tem uma relação positiva com a Responsabilidade Social Corporativa, sobretudo quando adicionada a divulgação deste posicionamento da empresa perante a sociedade e os acionistas. Por outro lado, esta variável não se mostra significativa quando comparada somente com o *ROA*. De destacar que

Falzon e Micallef (2022), referem que embora práticas robustas de *ESG* podem melhorar o *ROA* e o Tobin *Q*, a falta de tais práticas pode temporariamente aumentar o valor de mercado devido à percepção de menores custos e maiores retornos potenciais pelos investidores.

Ademais, outras investigações também encontraram que não existe relação entre a performance financeira e a adoção de iniciativas sustentáveis, sobretudo afirmando que essa relação gera maiores custos ou menores retornos à organização (Akben Selcuk & Kiyamaz, 2017; Aupperle et al., 1985; Teoh et al., 1999; Wright & Ferris, 1997). De uma forma geral os estudos anteriores analisam os impactos em grandes empresas, mercados emergentes e contextos políticos diversos, mostrando que a discrepância de resultados acontece independentemente dos resultados apresentados.

Com foco no mercado europeu, Candio (2024) pesquisou a relação entre a *ESG* e a performance financeira, utilizando como variável moderadora as atitudes de responsabilidade social corporativa (presença de um comitê de RSC, de auditores externos, estratégia RSC e engajamento dos *stakeholders*). Ao analisar 600 empresas do STOXX 600 index, obteve como resultado, encontrou que as métricas *ESG* estão associadas a baixos índices financeiros, quando comparados com *ROA*, *ROE* e margem de lucro, ao mesmo tempo em que não possui associação significativa com lucro por ação, preço das ações e preço por lucro.

Além disso, estudo de Lassala et al. (2021) analisa o impacto da implementação dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) nas estratégias corporativas, concluindo que empresas que não adotam ODSs tendem a apresentar um desempenho financeiro superior, com um *ROE* mais alto. Por outro lado, a inclusão de ODSs nas estratégias, sob certas condições, está associada a um *ROE* mais baixo. Esses resultados são parcialmente explicados pela natureza de longo prazo da integração dos ODSs e pelo foco do estudo em empresas específicas do IBEX 35, sugerindo a necessidade de análises futuras em diferentes amostras para confirmar essas tendências.

Outros autores também encontraram resultados negativos. Por exemplo, Liu et al. (2021) analisaram o impacto da inovação imitativa e RSC sobre o risco financeiro de empresas chinesas e evidenciaram que, apesar de a RSC ajudar a melhorar a imagem pública da empresa e reduzir seu risco financeiro, empresas que se concentram em inovação imitativa tendem a enfrentar riscos financeiros mais elevados. Assim, o desempenho em RSC não consegue mitigar os riscos aumentados associados a altos níveis de inovação imitativa.

Desta forma, a abrangência de variáveis utilizadas nas diversas pesquisas até o momento mostra a importância de que diferentes cenários sejam analisados, para que a colaboração no estudo do tema seja cada vez mais consolidada, evoluindo juntamente com as novas tendências sociais, ambientais e corporativas. Entretanto, este campo ainda se mostra inconclusivo, sobretudo porque a produção contínua parece estar mais voltada para uma reflexão da importância do tema do que, de fato, para estudos quantitativos que revelem a incidência real da *ESG* sobre as finanças e seus efeitos (Valencia et al., 2023), além de que várias falhas metodológicas, variáveis ausentes e deficiência de dados sobre *ESG* (Kotsantonis & Serafeim, 2019) são percebidas constantemente nos estudos feitos até aqui (Liu et al., 2021).

O que se pode concluir é que, de modo geral, embora existam associações conflitantes, a maioria das investigações demonstra uma relação positiva entre a performance dos negócios e o *ESG* (Barauskaite & Streimikiene, 2021; Dhingra et al., 2023).

Tendo em conta que diversos estudos indicam a necessidade de analisar a relação causal entre as iniciativas de *ESG* e a PF para determinar que tipos de esforços as empresas podem fazer para melhorar a performance por meio de um bom desempenho (Dhingra et al., 2023), o presente trabalho tem como objetivo analisar o impacto do *ESG* na performance financeira das empresas. Desta forma a hipótese de investigação a testar é a seguinte:

**H<sub>1</sub>: Empresas com menores índices de risco *ESG* tem melhor performance financeira**

À luz da teoria dos *stakeholders*, e conforme Saini et al. (2023), espera-se uma relação negativa entre o *ESG risk score* e a performance financeira, pois a adoção de medidas *ESG* (representando um menor índice de risco) mostra ser uma iniciativa para atender às expectativas de *shareholders* e demais partes interessadas, trazendo equilíbrio entre os interesses globais dos indivíduos, de modo a impactar positivamente a organização, através de melhoramento da sua visão perante o mercado, atração de mais consumidores e prosperidade a longo. Consequentemente, impactando positivamente a performance financeira das empresas.

Em relação a teoria da agência, espera-se também uma relação negativa entre o *ESG risk score* e a performance financeira, porque quanto menores os riscos associados ao *ESG*, maiores as ações de governança das empresas. Isto significa dizer que a organização está comprometida em ser mais transparente e diminuir a assimetria de informações com seus investidores, atenuando o conflito de agência (Wu et al., 2023) e trazendo impactos positivos sobre a performance financeira.

Quanto à teoria da legitimidade, as expectativas sobre os resultados são os mesmos apresentados anteriormente. Isto porque, quanto menor o índice de risco *ESG*, mais a empresa mostra-se comprometida em atender a responsabilidade social, o que está diretamente relacionado a como a organização é vista perante a sociedade. Desta forma, a empresa mostra que os benefícios que promove à comunidade são maiores que os custos que ela gera (Mio et al., 2019), fortalecendo as operações e reforçando seu comprometimento (León & Salesa, 2023a). Assim, espera-se que ao ser legitimada perante a sociedade por adotar iniciativas *ESG*, a organização aumente o número de consumidores, bem como de acionistas (Hunjra et al., 2024), o que eleva sua performance financeira.

## **1.4 A importância da presença das mulheres em cargos de decisão para a relação entre o *ESG* e a Performance Financeira**

Considerando a importância dos conselhos de administração para as decisões estratégicas da empresa, bem como um relacionamento sustentável com *shareholders* e stakeholders, a sua

composição vem sendo bastante discutida. Também no âmbito do *ESG*, importa conhecer quem toma as decisões nas empresas, nomeadamente o papel que as mulheres podem ter na liderança executiva e do conselho de administração.

Assim, tendo em conta que a diversidade de gênero no conselho modera positivamente a relação entre controvérsias *ESG* e a performance financeira (Wu et al., 2023), a presença feminina nestes cargos de decisão merece visibilidade e deve ser estudada.

Proclamados pela Assembleia Geral das Nações Unidas na sua Agenda 2030, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) são um conjunto de 17 iniciativas sociais e econômicas a serem realizadas por todos os países do mundo, como forma de preservar o planeta (combatendo ações que aceleram o aquecimento global e investindo no meio ambiente), desenvolver áreas importantes (saúde, educação, urbanização e justiça social) e erradicar situações de vulnerabilidade (como a pobreza e a fome) (United Nations, 2023b).

Dentre um dos temas centrais debatidos pela ODS está o objetivo 5, isto é, alcançar a igualdade de gênero e capacitar todas as mulheres e meninas. Para além de questões relacionadas aos direitos básicos de equidade, esta medida implica que as organizações devem adotar ações concretas para impulsionar uma mudança significativa no que se refere a garantir a participação plena e efetiva das mulheres e a igualdade de oportunidades de liderança em todos os níveis de tomada de decisão na vida política, econômica e pública (United Nations, 2023a)

A igualdade de gênero, enquanto um direito humano fundamental (United Nations, 2023c) discutido mundialmente, tornou-se também uma demanda por parte da sociedade, que passou a integrar o assunto nas práticas da *ESG*. Assim, considerando que a equidade de gênero pode ser representada pela participação feminina ativa na economia (UNESCO, 2020), as empresas passaram a ter um olhar mais atento à presença das mulheres em cargos de decisão, sobretudo aquelas em que a legislação local também incluiu essa exigência. Dessa forma, a maneira como as empresas integrarem estes objetivos em suas políticas de sustentabilidade será um fator de peso crescente na avaliação de suas competências e desempenho nos domínios *ESG*.

De acordo com a própria (United Nations, 2023), os dados coletados das ações que os países se propuseram a desempenhar indicam que 15,4% dos indicadores do Objetivo 5 estão encaminhados, 61,5% estão a uma distância moderada e 23,1% estão longe ou muito longe das metas de 2030. A organização entende que para se chegar ao objetivo, ainda há cerca de 140 anos pela frente:

Globalmente, as mulheres representavam quase 40% do total de empregos, mas ocupavam apenas 28,2% dos cargos de gerência em 2021. O progresso no aumento da representação das mulheres na gerência tem sido lento, com apenas um aumento de 1,0 ponto percentual desde 2015. No ritmo atual, seriam necessários mais de 140 anos para alcançar a paridade de gênero em cargos de gerência. A representação das mulheres em cargos de gerência continua abaixo da sua participação no emprego total em todas as regiões, sendo que a África Subsaariana foi a que mais avançou, atingindo 38,2% em 2021. Por outro lado, o norte da África e a Ásia Ocidental, bem como a Ásia Central e Meridional, têm as menores proporções de mulheres em cargos de gerência, em torno de 15%, o que está ligado às baixas taxas de emprego feminino nessas regiões (United Nations, 2023b, p. 24)

Em Portugal, apesar da pressão social e da legislação vigente, a presença em cargos de gestão e liderança também tem evoluído de forma lenta, mesmo as mulheres correspondendo a quase metade da população ativa (42%). O último levantamento de dados revelou que a representação feminina nas empresas diminui à medida que aumenta a responsabilidade dos cargos, a idade e o tamanho da empresa. Em 2022, as mulheres representavam 26,9% dos cargos de liderança, ocupando 13,9% da direção geral e 16,2% de cadeiras nos conselhos de administração (Informa, 2023).

Nota-se, assim, a marginalização de mulheres em posições de decisão (Gyan et al., 2022), evidenciando o longo caminho a ser trilhado para chegar a uma equidade. Os resultados mostram isto a partir da baixa participação feminina em cargos da alta administração, de modo que a sua contribuição para o capital humano e social acaba por ser posposta (Munisi, 2023). Isto porque, ainda não se nota que a desigualdade de gênero é uma questão global com diversas consequências, impactando a vida não somente das mulheres, mas ainda mais o desenvolvimento humano, mercados de trabalho, produtividade, inovação e desigualdade (McKinsey & Company, 2015)

Um estudo realizado pela McKinsey e Company (2015), intitulado “O poder da paridade: como o avanço da igualdade das mulheres pode acrescentar US\$ 12 trilhões ao crescimento global”, afirmou que, considerando um cenário em que os países concentrassem todos os esforços para que as mulheres tivessem uma participação igual aos homens na economia, isso levaria a um aumento de 26% (\$28 trilhões) no PIB global em 2025. Em outra estimativa, considerou-se que os países agissem de acordo com o melhor país da sua região em termos de equidade de gênero, tendo como resultado, um aumento em \$12 trilhões no PIB global.

Muito se questiona sobre porque essa desigualdade persiste a tanto tempo. A ausência das mulheres em cargos de decisão é bastante analisada na literatura por meio de duas perspectivas: a divisão sexual do trabalho e o teto de vidro (Fontoura et al., 2020). A primeira se refere a ideia de que os trabalhos exercidos por homens possuem forte valor agregado (políticos, religiosos, militares), enquanto as mulheres concentram-se mais em serviços voltados a cuidados do lar, de baixo valor agregado perante a sociedade. Essa hierarquização e separação dos gêneros no mercado de trabalho é fruto de questões sociais intrínsecas que se suportam através de estereótipos ainda muito difundidos no mundo todo (Kergoat, 2009).

Essa ferramenta analítica social, que divide as atividades exercidas pelos indivíduos por meio do gênero, além de gerar efeitos perversos na comunidade, estabelecendo os lugares que cada um deve ocupar, também implica na ausência ou escassez de mulheres em cargos de decisão. Assim, marginalizadas sobretudo por questões sociais, que as colocam em um papel de inferioridade, as mulheres ainda percebem a necessidade de um esforço adicional para ocupar espaços de poder, bem como percebem situações que as diferenciam (Fontoura et al., 2020). Esta é analisada pela teoria do teto de vidro, em que uma segregação vertical é aplicada à ascensão de carreira feminina (Vaz, 2013). Assim, percebe-se que, comparado aos homens, os valores de salários são mais baixos, necessita-se de currículos mais robustos, maior nível de escolaridade e constante provação da sua capacidade.

Entretanto, embora a discriminação contra as mulheres ainda não seja um tema social e eticamente aceito (Munisi, 2023), o debate sobre o assunto já vem ganhando bastante espaço, percebendo-se o quanto a desigualdade pode ser prejudicial para o bem-estar da sociedade como um todo. Com predominância do fenômeno já comprovada em países em desenvolvimento, devido a economia ainda deficiente e à presença maior de estereótipos negativos que discriminam a mulher (Jayachandran, 2015), sua presença é global, sendo pauta, como já mencionado, da Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas.

Assim, sendo notória a visibilidade que o assunto encontrou nos últimos anos, principalmente porque as próprias mulheres começaram a questionar a sua posição perante a sociedade, *shareholders* e *stakeholders* também iniciaram uma análise da composição das funções corporativas. Como forma de trazer legitimidade para as ações ambientais, sociais e corporativas, foi incluído dentro das métricas de *ESG* a presença feminina nos conselhos de administração e na diretoria executiva (*CEO*), como um dos mecanismos de avaliação da responsabilidade social das empresas. Afinal, atendendo a teoria dos *stakeholders*, a atenção à diversidade de gênero não se deve apenas a uma questão moral, mas também de compromisso com as partes interessadas pelas organizações, visto que pesquisas em todo o mundo mostraram como a aplicação do tema beneficia as empresas e suas partes interessadas.

Apesar de existirem lacunas quanto à equidade feminina e masculina nos cargos de decisão, benefícios já são observados quando mulheres ocupam esses espaços, trazendo uma série de benefícios tangíveis e intangíveis para as empresas. Percebeu-se, por exemplo, que a presença de mulheres no nível do conselho de administração pode afetar o desempenho corporativo de diversas maneiras, como na atração e retenção de talentos, inovação e interação dentro de grupos, além de reputação e responsabilidade da organização (Devine et al., 2024). Também é observado que diretoras se envolvem mais em assuntos altruístas e ambientalistas, tendo maior probabilidade de levantar assuntos como direitos humanos, mudanças climáticas e desigualdade (Monteiro et al., 2022).

Dentre eles, estão temas que abrangem necessidade do sexo feminino, como maiores licenças maternidade, melhor política de licença familiar e de abertura no mercado de trabalho (Atchison & Down, 2019). Do ponto de vista corporativo, as mulheres em cargos de decisão podem facilitar o acesso a um conjunto mais amplo de capital humano com implicações significativas nos resultados da empresa (Munisi, 2023).

Além disso, um ambiente de trabalho mais inclusivo e diversificado, assim como um melhor desempenho na gestão de riscos são analisados quando se percebe a diversidade de gênero em cargos de decisão (Devine et al., 2024), tornando cada vez mais pertinente que a presença feminina seja assunto a ser estudado, como forma de quebrar barreiras diante dos estereótipos de gênero, ainda tão difundidos em todo o mundo. Assim, a inclusão de diretoras nos conselhos de administração é uma questão legal, ética e comercial, afetando a performance dos locais em que elas atuam. Em alguns países, como Noruega, Espanha, Malásia, Suécia e União Europeia, a inclusão de diretoras nos conselhos é obrigatória (Greene et al., 2020), trazendo para a parte

legislativa e governamental o papel de impulsionador na igualdade de direitos. Em outros países como na África Subsaariana, disposições como cotas para mulheres, mentorias e estágios para desenvolvimento de liderança estão sendo aplicadas, como forma de reconhecimento da importância da igualdade de gênero, alinhamento com as questões comerciais e cumprimento das metas de desenvolvimento sustentável (Munisi, 2023).

É importante pontuar que o debate sobre a presença feminina em posições executivas não se restringe somente a garantir um direito, mas também tem suas bases nos benefícios que isto traz para temas tão relevantes quanto este. As metas *ESG*, por exemplo, encaradas como essenciais após o reconhecimento dos problemas econômicos e ambientais que atingem todo o globo hoje em dia, de acordo com Atchison e Down (2019), são impactadas positivamente quando mulheres estão presentes em parlamentos e gabinetes políticos, pois estas costumam aumentar o rigor para a adoção da responsabilidade social corporativa.

Além disso, Banahan e Hasson (2018), realizaram uma investigação nos conselhos de administração, analisando, a partir dos dados da S&P 500, a relação entre a presença da diversidade de gênero com as métricas da *ESG* (no qual os fatores escolhidos cobriam os temas de Governança Corporativa e ética empresarial; sociedade e responsabilidade pelo Produto; gestão ambiental; produtos e serviços; e ecoeficiência). Os resultados obtidos mostraram que os conselhos de administração com diversidade indicam adotar melhores práticas de sustentabilidade. Além disso, a mesma tendência foi observada para a pontuação *ESG* global, bem como para suas vertentes ambiental e social, aumentando de duas a três vezes a probabilidade de as empresas serem avaliadas positivamente em questão de governança.

Explorando mais o assunto, os autores afirmaram que essas conclusões têm fundamento devido ao comportamento diferenciado de homens e mulheres diante do risco, em que elas são mais conservadoras e avessas ao risco que os homens, tendendo a evitar perdas (Peni, 2014), de modo que a diversidade de gênero garante tomadas de decisões mais equilibradas. Também, uma compreensão mais abrangente dos principais intervenientes em uma empresa é impulsionada em ambientes equitativos, em que tendências e prioridades dos consumidores são uma contribuição importante por parte das mulheres (componentes de 70% das escolhas de compra no mercado). Por fim, o estudo de Harvard proposto pelos autores apontou o potencial de conselhos de administração em que há diversidade, nos quais foi possível contemplar ações mais eficazes diante de crises, devido à maior cooperação da equipe nas tomadas de decisão.

Assim, a diversidade de gênero nos conselhos de administração se mostra bastante ligada a um melhor desempenho ambiental, social e de governança (*ESG*), em função de um olhar mais delicado que as mulheres direcionam aos interesses de *stakeholders* (como consumidores, fornecedores, funcionários e a própria comunidade) e aos resultados das empresas quanto à sustentabilidade (Wang et al., 2023). Também Devine et al. (2024), estudaram o comportamento de mulheres líderes em fundos de investimento imobiliários e perceberam a tendência para aplicações em edifícios sustentáveis e com foco geográfico, que tendem a reduzir os riscos das decisões. Nesta dinâmica, as empresas interessadas em adotar a *ESG* se orientam às suas partes interessadas e empregam

um modelo de gestão baseado no relacionamento, orientada a uma estratégia de integração a longo prazo com a sociedade e com os investidores.

De acordo com Glass et al. (2016), uma gestão voltada aos *stakeholders* é crucial para a adoção de práticas a favor da sustentabilidade, porque empresas realmente preocupadas em se posicionar diante do tema precisam conhecer diretamente as demandas daqueles que se relacionam com a sua organização. Nesse contexto, as análises demonstram que os homens tendem a ser mais voltados aos interesses de acionistas e estratégias de longo prazo, enquanto as mulheres estão mais voltadas a consolidar atitudes que estejam de acordo com os interesses da sociedade. É por isso que as conclusões sobre diversidade de gênero inclinam-se a declarar que empresas com mulheres em cargos de governança e direção executiva têm maior inclinação a procurar envolver-se em pautas ambientalistas.

Também Pramono e Nasih (2022), afirmam que questões sociais, como direitos humanos, mudanças climáticas e igualdade de renda, são mais abordadas por mulheres, normalmente mais direcionadas a tratar desses aspectos e considerar sua importância na estratégia corporativa. Com foco no longo prazo, essa perspectiva social de gênero também acaba por mostrar vantagens, ao perceber as extensas consequências que a falta de equidade pode trazer em uma escala global. Além de manter estruturas propagadoras de desigualdade, que há muito tempo existem no mundo e são causadoras de vários problemas, como limitações de adaptabilidade, de criatividade e inovação, também acaba por não colher os benefícios de uma reestruturação desses espaços. A heterogeneidade, sobretudo de um ponto de vista demográfico, é uma grande valia para lideranças corporativas, nas quais são necessárias tomadas de decisão complexas. Quanto mais grupos diversos representados na liderança, mais a empresa consegue desenvolver o próprio negócio e incentivar mudanças, capazes de mexer com todo o ecossistema organizacional, transmitindo os benefícios para a sociedade (Glass et al., 2016).

Assim, mais do que ultrapassar um dos fenômenos de desigualdade social presentes no globo, esta iniciativa é uma forma de ajudar as organizações a analisar e problematizar a composição das suas funções, que por muito tempo foram ocupadas integralmente por homens. Ao abordarem a igualdade de gênero em seus princípios estratégicos, as empresas conseguem diversificar o corpo de funcionários e perceber as vantagens que um ambiente diverso pode trazer ao negócio, indo contra a tendência hemofílica predominante.

Além disso, a procura por otimizar o capital humano e proteger o meio ambiente não descarta o principal objetivo pelo qual as empresas são reconhecidas: gerar riqueza e competitividade no mercado. Conforme afirma Glass et al. (2016, p. 14), “o desempenho financeiro, a diversidade e a proteção ambiental não são apenas objetivos compatíveis, mas também interdependentes” (tradução nossa), de modo que a sustentabilidade e a lucratividade não são variáveis mutuamente exclusivas. Dessa forma, a relação entre a presença feminina em cargos de decisão e a performance financeira também é tema bastante debatido, trazendo evidências interessantes.

No estudo de Basdekis et al. (2023) a pequenas e médias empresas de vários setores no mundo, de 2019 a 2021, concluíram que a participação de mulheres na direção e no conselho de

administração das empresas tem impactos significativos na performance financeira. O resultado evidenciou que, quando o percentual de mulheres executivas aumenta em 10%, o índice de lucratividade cresce de 1,4% a 1,8%, sem variações ao longo do tempo. Isso revela que, embora haja condições externas de impacto (como a pandemia do Covid-19, com estopim em 2020), o impacto da presença feminina é relevante em qualquer circunstância.

As pesquisas sobre *CEOs* femininas e seus investimentos em *ESG* mostram que esses líderes tendem a priorizar práticas socialmente responsáveis, o que pode criar conflitos com os interesses dos acionistas focados em retornos financeiros imediatos. Borghesi et al. (2012) destacam que *CEOs* femininas tem uma maior propensão a fazer investimentos socialmente responsáveis. Além disso, encontram uma correlação negativa entre o nível de *ESG* ajustado para a indústria e os retornos dos acionistas, sugerindo que esses investimentos nem sempre são valorizados pelos acionistas que priorizam retornos financeiros de curto prazo. Empresas com grandes participações institucionais, por exemplo, que geralmente estão mais focadas nos interesses dos acionistas, são menos propensas a investir em RSC.

Também, Wei et al. (2014), que analisaram empresas de países em desenvolvimento, com dados de 1999 a 2011, concluíram que a diversidade de gênero nos conselhos de administração tem impacto positivo na performance financeira das empresas, mais especificamente, no retorno sobre os ativos (*ROA*) e no retorno sobre vendas (*ROS*). Adicionalmente, verificam que quando uma mulher ocupa a cadeira de *CEO* e do conselho ao mesmo tempo, há influências benéficas sobre o desempenho das empresas (La Rocca et al., 2024).

Outros estudos analisam a presença feminina como fator moderador da relação entre o *ESG* e a performance financeira. Suttipun (2023) analisou empresas cotadas na Tailândia, de 2015 a 2019, e encontrou que a divulgação *ESG* e a presença de mulheres no conselho, bem como a interação entre estas duas variáveis, têm um impacto positivo significativo no desempenho financeiro das empresas. Wei et al. (2014) estudou empresas cotadas de Londres e verificaram que mulheres no conselho de administração reduzem os riscos da empresa por meio da divulgação das iniciativas *ESG*. Também evidenciaram que o aumento em 1% na proporção de mulheres na diretoria e no nível de divulgação *ESG* contribuem para o aumento de 0,5066% nos retornos anuais.

De realçar que as vantagens da gestão feminina na performance financeira não são contempladas somente do ponto de vista quantitativo, através de lucros, mas também qualitativos, através de melhorias em processos, por exemplo, como apresentado por Wang et al. (2023). Ao avaliar a comparabilidade de relatórios financeiros corporativos, estes autores constataram que empresas com mulheres na liderança possuem demonstrações financeiras com maior comparabilidade quando confrontadas por aquelas lideradas por homens. Assim, as mulheres parecem estar mais preocupadas em cumprir com normas e padrões contábeis, o que gera maior precisão nos documentos e, conseqüentemente, no ajustamento das previsões de analistas.

Todavia, em sentido contrário, Sajjad e Rashid (2015) analisam o setor bancário no Paquistão e encontraram evidências de que a diversidade de gênero no conselho de administração diminui o valor das empresas. Cong-Duc Tran et al. (2021) concluíram que o número de mulheres executivas

tem impacto detrator no crescimento econômico das empresas, enquanto Tiscini et al. (2023), ao analisar a presença feminina em cargos de *CEO* entre 2017 e 2020, perceberam uma relação negativa com a performance financeira, justificada pela menor propensão ao risco, maior monitoramento, menor excesso de confiança e maior empatia pelos demais membros da organização por parte das mulheres. Entretanto, esta relação tornou-se negativa quando o período de crise pandêmica do Covid-19, em 2020, foi isolado.

Embora de caráter inconclusivo, a maioria das pesquisas demonstra que a presença feminina é benéfica para as empresas em algum parâmetro, seja ele qualitativo ou quantitativo. Desta forma, de acordo com a literatura, importa não somente a relação entre a performance financeira e a *ESG*, como também o impacto da presença feminina em cargos de decisão.

O gênero dos membros do conselho de administração parece desempenhar um papel importante no sucesso de *CEOs* e presidentes dos conselhos de administração (Peni, 2014), sendo esperado que a integração de mulheres em cargos de decisão tenha relevância nas empresas. Assim, um ambiente variado, composto por homens e mulheres, é capaz de trazer vantagens sociais, ambientais e corporativas, de curto e longo prazo, que aprimoram a empresa diante de *shareholders*, *stakeholders* e da própria concorrência.

Com a análise do impacto da presença feminina em cargos de decisão na relação entre a performance financeira e a *ESG* pretende-se não só reforçar a importância da igualdade de gênero em cargos executivos, como também compreender o impacto desta nos resultados financeiros, enquanto ferramenta de deliberação e performance, aliados ao desempenho social e ambiental das empresas. Agregando as três perspectivas, ambiciona-se apresentar que as organizações vão além dos resultados econômicos, vistos por muito tempo como o principal meio de se compreender o desempenho de uma organização, e que são entidades de grande impacto no mundo, sendo necessária à sua inclusão enquanto agente ativo no papel de promotoras de iniciativas sociais, ambientais e sustentáveis.

Entretanto, considerando a quantidade limitada de análises que procura compreender de que maneira a *ESG* (representada na presente pesquisa pelo índice de risco *ESG*) impacta na performance financeira, tendo como variável moderadora a presença feminina nos conselhos de administração, é proposta uma segunda hipótese de investigação:

**H<sub>2</sub>: A presença feminina em cargos de decisão tem um efeito moderador negativo entre o índice de risco *ESG* e a performance financeira**

Considerando que as mulheres são mais propícias a adotar medidas *ESG*, como mencionado por Atchison e Down (2019), bem como atender aos interesses dos *stakeholders* (Glass et al., 2016), espera-se que a presença feminina em cargos de liderança modere uma relação negativa entre o risco *ESG* e a performance financeira. Isto porque, quando acionistas e partes interessadas notam a adoção de iniciativas *ESG* pelas empresas, isto se reflete em vantagens competitivas (Saeed et al., 2023), inovação corporativa (Porter & Kramer, 2007) e relacionamentos de longo prazo com *stakeholders* (Dhingra et al., 2023), impactando positivamente a performance financeira.

Em relação a teoria da agência, devido às mulheres em cargos de decisão serem mais propícias a cumprir normas e divulgar informações (Wang et al., 2023), elas atendem a aspectos importante da governança corporativa. Considerando que esta é uma forma de gerenciar os custos de agência, o fato de o comportamento feminino estar mais direcionado a colocar em prática ações de governo aumenta a confiança por parte dos principais (acionistas), que percebem um comprometimento da empresa em atender a expectativas do mercado (Dhingra et al., 2023), melhorando o desempenho financeiro das organizações. Assim, espera-se que a presença feminina em cargos de decisão modere uma relação negativa entre o risco *ESG* e a performance financeira.

Quanto à teoria da legitimidade, também se espera que a presença feminina em cargos de decisão modere uma relação negativa entre o risco *ESG* e a performance financeira, porque o gerenciamento de questões sociais, potencializada quando mulheres estão na liderança (Wu et al., 2023), direciona a empresa a ser bem-vista no mercado e na comunidade, levando-a a ser legitimada. Assim, a organização atrai não só mais consumidores, como também mais acionistas, melhorando sua performance financeira.

## 2. Metodologia, Amostra e Variáveis

Nesta secção são apresentadas a metodologia, amostra de dados e as variáveis utilizadas para a análise empírica sobre os fatores de risco *ESG* que afetam a performance financeira, tendo como variável moderadora a presença feminina em cargos de decisão.

### 2.1 Metodologia e variáveis

Tendo em conta que o objetivo do estudo passa por analisar o impacto do risco *ESG* sobre a performance financeira, tendo como fator moderador a presença feminina em cargos de decisão e que as hipóteses de investigação consistem em uma relação negativa entre o risco *ESG* e a performance e uma relação também negativa entre estas variáveis, incluindo a presença feminina na liderança, é utilizada uma abordagem quantitativa. Esta consiste em uma análise multivariada, por meio da regressão linear múltipla (OLS), recorrente em estudos semelhantes (Devine et al., 2024; Saeed et al., 2023) e que se mostra apropriada para analisar a influência de várias variáveis independentes sobre uma variável dependente, permitindo o controle simultâneo de diversos fatores que possam afetar a variável de interesse. A análise de regressão linear foi realizada por meio do software Gretl, ferramenta estatística e econométrica com o objetivo de identificar a influência que

a gestão dos riscos *ESG* por parte das empresas impacta a performance financeira, tendo também a presença feminina em cargos de decisão das empresas como variável moderadora em alguns modelos.

De acordo com Widyawati (2020), as métricas de desempenho *ESG* disponibilizadas são inconsistentes, muitas vezes não convergindo entre diferentes agências. Isto ocorre, porque estas utilizam metodologias e formas de coleta de dados diversas, o que contribui para a dificuldade de se chegar em um consenso nesta área de pesquisa. Algumas métricas *ESG* utilizadas nas investigações são gastos com atividades RSC (Okafor et al., 2021), implementação dos objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), promovido pela Organização das Nações Unidas (ONU) (Lassala et al., 2021), indicadores de recursos humanos (como relações com funcionários) (Okafor et al., 2021), índice de risco *ESG* (Cohen, 2023; Dhingra, et al., 2023), índice *ESG* (Azmi et al., 2021; Cohen, 2023; Fu & Ho, 2014; Hsu & Chen, 2024; Liu et al., 2021; Menezes, 2019; Nenavani et al., 2024; Pulino et al., 2022; Shakil et al., 2019) e indicadores independentes e para E (*Environmental*), S (*Social*) e G (*Governance*) (Azmi et al., 2021; Candio, 2024; Cohen, 2023; Han et al., 2016; Nenavani et al., 2024; Okafor et al., 2021; Shakil et al., 2019).

Além disso, as pesquisas sobre o assunto, potencializadas a partir dos anos 2000, têm destaque para autores nos Estados Unidos e Canadá, com afiliados principalmente na América do Norte, seguida de Europa e Ásia, tendo como principais variáveis para medir a performance financeira: medidas contábeis, medidas de mercado e ambas (Barauskaite & Streimikiene, 2021), conforme demonstra a Tabela 2:

Tabela 2: Visão geral dos indicadores financeiros utilizados nas investigações.

Performance financeira	Indicadores financeiros	Autores que utilizaram
Medidas contábeis	Retorno sobre Ativos (ROA)	(Albuquerque et al., 2019; Azmi et al., 2021; Candio, 2024; Carnini Pulino et al., 2022; Fu & Ho, 2014; Menezes, 2019; Nenavani et al., 2024; Okafor et al., 2021; Saini, Dhingra, et al., 2023; Wu et al., 2023)
	Retorno sobre o Patrimônio (ROE)	(Candio, 2024; Fu & Ho, 2014; Han et al., 2016; Lassala et al., 2021; Nenavani et al., 2024; Okafor et al., 2021; Saini et al., 2023; Wu et al., 2023)
	Margem de lucro	(Candio, 2024; Nenavani et al., 2024; Okafor et al., 2021; Pulino et al., 2022)
	Custos de capital	(Azmi et al., 2021)
	Fluxo de caixa	(Azmi et al., 2021)
	Crescimento da receita	(Nenavani et al., 2024; Okafor et al., 2021)
	Altman's Z-score	(Hunjra et al., 2024; Liu et al., 2021)
Medidas de mercado	Lucro por ação (EPS)	(Candio, 2024; Fu & Ho, 2014; Menezes, 2019)
	Preço das ações (valor de mercado)	(Candio, 2024)
	Preço/lucro (P/L)	(Candio, 2024)
Ambas	Q-Tobin	(Albuquerque et al., 2019; Azmi et al., 2021; Okafor et al., 2021; Wu et al., 2023)
	Market to Book ratio	(Han et al., 2016)

Fonte: Elaboração própria.

Para medir a performance das empresas são utilizados dois indicadores: a performance financeira contábil (ROA) e a performance de mercado (Tobin-Q). A escolha do ROA justifica-se por ser o principal indicador para realização de benchmarking, facilmente comparável com outras empresas (Li et al., 2021). Além disso, seu uso é suportado por estudos anteriores, como Lassala et al. (2021), que utilizou medidas contábeis para avaliar a performance financeira, e recomendado quando nos estudos são analisadas empresas de diferentes setores (Barauskaite & Streimikiene, 2021). Já o Q-Tobin, segundo Han et al. (2016), permite a avaliação da gestão dos recursos e capacidades da empresa, indicando valor adicional se os ativos valerem mais do que seu custo de reposição.

Neste estudo assume especial importância a medida de *ESG risk score*, que se refere a exposição das empresas a riscos ambientais, sociais e de governança que não estão sendo geridos de forma eficaz (Cohen, 2023). Assim, o *ESG risk score* é o mesmo que os riscos não geridos pelas organizações. Este indicador varia de 0 a 100, sendo mais de 40 considerado um nível severo de

risco. Portanto, quanto maior o *ESG risk score*, maior o risco ESG não gerido pelas organizações (Sustainalytics, 2024).

Dessa forma, para o desenvolvimento da pesquisa foram especificados os seguintes modelos de regressão:

*Performance Financeirai*

$$= \beta 0i + \beta 1i . (\text{índice de risco ESG}) + \beta 2i . \text{variáveis de controlo} + \beta 3i . \text{Setores da empresa} + \epsilon i \quad (1)$$

*Performance Financeirai*

$$= \beta 0i + \beta 1i . (\text{índice de risco ESG}) + \beta 2i . (\text{Mulher}) + \beta 3i . (\text{índice de risco ESG}) \times (\text{Mulher}) + \beta 4i . \text{variáveis de controlo} + \beta 5i . \text{Setores da empresa} + \epsilon i \quad (2)$$

As variáveis relativas à performance constituem variáveis dependentes que se pretendem explicar com as variáveis independentes que são o foco deste estudo: *ESG risk score* e as mulheres em posições de decisão no conselho de administração e na direção executiva. Tal como Pulino et al. (2022), grande parte dos estudos apenas se focam no *ESG score* geral, mas neste trabalho, além do indicador *ESG risk score*, também são analisados os impactos específicos de cada pilar de risco (E, S e G). Depois, são ainda utilizadas outras variáveis independentes, referentes a características do conselho de administração e da empresa, que são utilizadas como variáveis de controlo. Deste modo, as variáveis utilizadas são definidas da seguinte forma:

#### **Variáveis dependentes:**

**Tobin Qi:** Um indicador de performance financeira de mercado, utilizado para medir o valor de mercado de uma empresa em relação ao valor de substituição dos seus ativos. Este foi medido conforme Azmi et al. (2021): Valor contábil do total de ativos menos o valor contábil do patrimônio líquido comum mais o valor de mercado do patrimônio líquido comum, tudo isto dividido por

*Tobin Q*

$$= \frac{\text{Valor contábil do total de ativos} - \text{o valor contábil do patrimônio líquido} + \text{o valor de mercado do patrimônio líquido}}{\text{Valor contábil do total de ativos}} \quad (3)$$

**Return on assets (ROAi):** Esta métrica é utilizada para avaliar a eficiência com que uma empresa utiliza seus ativos para gerar lucro, representando a performance financeira contábil. Esta foi medida conforme Okafor et al. (2021), Liu et al. (2021), Candio (2024) e Nenavani et al. (2024):

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Valor contábil do total de ativos}} \quad (4)$$

A escolha destas duas variáveis foi no sentido de abordar métricas contábeis e de mercado (Liu et al., 2021), como forma de trazer mais abrangência aos resultados da pesquisa, assim como seguir a tendência da maioria das investigações, como Wu et al. (2023), que encontram nestes indicadores significância para traduzir a performance financeira (Dhingra et al., 2023). Além disso, enquanto o *ROA* representa a performance no passado, o *Tobin-Q* indica a performance financeira futura da empresa (Li et al., 2021).

#### **Variáveis independentes:**

*ESG risk scorei*: Indicador que varia de 0 a 100 e que avalia a exposição das empresas a riscos ambientais, sociais e de governança das empresas que não estão sendo geridos de forma eficaz. Estes riscos referem-se a uma ponderação entre os riscos *ESG* aos quais a empresa está exposta e o quanto ela os gerencia (Cohen, 2023). Desta forma, quanto maior o indicador, maior os riscos *ESG* não geridos pelas empresas, sendo que mais de 40 é considerado um nível de risco *ESG* severo (Sustainalytics, 2024).

*Environmental risk scorei*: Indicador que varia de 0 a 100 e que avalia a exposição das empresas a riscos especificamente ambientais que não estão sendo geridos de forma eficaz (Cohen, 2023). Desta forma, quanto maior o indicador, maior os riscos ambientais não geridos pelas empresas, sendo que mais de 40 é considerado um nível de risco ambiental severo (Sustainalytics, 2024).

*Social risk scorei*: Indicador que varia de 0 a 100 e que avalia a exposição das empresas a riscos especificamente sociais que não estão sendo geridos de forma eficaz (Cohen, 2023). Desta forma, quanto maior o indicador, maior os riscos sociais não geridos pelas empresas, sendo que mais de 40 é considerado um nível de risco social severo (Sustainalytics, 2024).

*Governance risk scorei*: Indicador que varia de 0 a 100 e que avalia a exposição das empresas a riscos especificamente de governança que não estão sendo geridos de forma eficaz (Cohen, 2023). Desta forma, quanto maior o indicador, maior os riscos de governança não geridos pelas empresas, sendo que mais de 40 é considerado um nível de risco de governança severo (Sustainalytics, 2024).

Mulher *Chairman* (*M\_Chairman*): Refere-se a presença da mulher no cargo de direção do conselho de administração (*Chairman*). Este fator é medido como uma variável dummy, que assume o valor 1 caso o presidente do conselho de administração seja uma mulher, conforme apresentado por Le et al. (2022).

Mulher *CEO* (*M\_CEO*): Refere-se a presença da mulher no cargo de direção executiva (*CEO*). Este fator é medido como uma variável dummy, que assume o valor 1 caso o diretor executivo da empresa seja uma mulher, conforme apresentado por Wei et al. (2014).

#### **Variáveis controle:**

Dual: refere-se à dualidade do conselho de administração, e consiste numa variável dummy que assume o valor 1 caso o(a) presidente do conselho de administração seja também o diretor(a) executivo(a) (*CEO*) da empresa, corroborando com a medida utilizada por Wei et al. (2014). Esta apresenta diferentes resultados na literatura, mostrando-se muitas vezes como negativa, devido a

uma visão de imparcialidade do conselho de administração frente aos investidores, e também positiva, pois a dualidade permite uma transmissão de informação mais eficaz e tomadas de decisão mais rápidas (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020).

Boardsize: consiste no tamanho do conselho de administração, medido pelo logaritmo do número de membros no conselho de administração (Barauskaite & Streimikiene, 2021; Bofinger et al., 2022). De acordo com Kumar (2023), a estrutura do conselho é importante de ser analisada, pois garante a sua capacidade de monitoramento e alinhamento com a estratégia das empresas, voltadas para os interesses dos *stakeholders*. Além disso, segundo Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020), os conselhos de administração com um elevado número de diretores proporcionarão capital humano e social ao conselho de administração, uma vez que estes poderão contribuir com conhecimentos especializados, competências e antecedentes profissionais diversos, bem como com conhecimentos de sectores de atividade semelhantes. Assim, espera-se uma relação positiva com a performance financeira.

Lev: representa o *leverage*, ou seja, o grau de alavancagem da empresa e, conforme Bofinger et al. (2022) e Pulino et al. (2022), é calculado pelo valor contábil do passivo dividido pelo valor contábil de ativos. Este é capaz de demonstrar a exposição da empresa ao capital de terceiros (Pulino et al., 2022). Empresas com maiores níveis de endividamento tendem a ter menor performance financeira (Mendiratta et al., 2023).

Liq: indica a liquidez da empresa, ou seja, a capacidade que a empresa tem em pagar as suas obrigações, calculado como o ativo circulante dividido pelo passivo circulante. Seguindo à literatura, o indicador de cálculo foi a Liquidez Corrente, que considera a capacidade de o ativo circulante cobrir o passivo circulante (Azmi et al., 2021; Hunjra et al., 2024; Wu et al., 2023). Segundo Farooq e Masood (2016), uma gestão eficiente do capital de exploração conduz a um aumento do valor da empresa.

Nfunc: representa o tamanho da empresa no mercado, calculado pelo logaritmo do número de funcionários, conforme Pulino et al. (2022). Em geral, as grandes empresas têm um maior impacto socioeconómico nos locais onde operam e têm mais recursos para investir em práticas sustentáveis. Além disso, atraem a atenção das partes interessadas e, por isso, precisam de responder eficazmente às suas exigências (Lassala et al., 2021). Por outro lado, conforme Abedin et al. (2022), as empresas de maior dimensão têm maior burocracia, tornando-se ineficientes no desenvolvimento do negócio e no processo de tomada de decisão.

PropInst: referente a propriedade institucional da empresa, é medida pela proporção das ações da empresa que são detidas por investidores institucionais, um fator que pode impactar significativamente a governança corporativa e a performance financeira (Hunjra et al., 2024; Liu et al., 2021). A propriedade institucional tende a ter uma relação negativa em relação ao ROA quando é maior do que 28,5% e do Tobin Q quando é maior do que 43,5% (Daryaei & Fattahi, 2020), resultado esperado nesta pesquisa, considerando que a propriedade institucional das empresas do S&P500 ultrapassam estes percentuais.

DespCap: corresponde às despesas de capital (também conhecidas como *capital expenditure – Capex*), isto é, os investimentos em ativos fixos feitos pela empresa, calculado, seguindo Wu et al. (2023), pela soma dos investimentos de 2023 e 2022, menos a depreciação de 2023, tudo isto dividido pelo total do ativo e multiplicado por 100, para obter o percentual. Esta foi selecionada como variável controle devido ao seu potencial de representatividade que este investimento pode ter na performance financeira (Azmi et al., 2021; Li et al., 2021) e segundo a literatura, tende a ter uma relação positiva tanto em relação ao *ROA* quanto ao Tobin Q (Wu et al., 2023).

Idade: refere-se ao logaritmo do tempo que a empresa opera (Okafor et al., 2021), e mostra-se relevante porque empresas estabelecidas no mercado por mais tempo tendem a ter mais capital para investir em *ESG*, enquanto as mais jovens focam em potencializar o crescimento da organização (Lassala et al., 2021). A relação entre a idade e a performance financeira mostra-se dependente de alguns fatores, pois ao mesmo tempo em que empresas mais antigas tem maiores efeitos de conhecimento consolidado e relação com o mercado, a presença de burocracia e maior conservadorismo de empresas mais velhas pode afetar esta ligação (Lassala et al., 2021).

Setor da empresa: dividido em 9 variáveis dummy que assumem o valor 1 quando a empresa pertence ao setor, sendo eles indústria, cuidados de saúde, tecnologia da informação, serviços públicos, materiais, consumo discricionário, imobiliário, serviços de comunicação, bens de consumo básicos e energia.

Nos modelos de regressão (1) e (2) existem ainda os seguintes parâmetros:  $\beta_{0i}$ , é o coeficiente de intercessão (constante) da empresa  $i$ , com  $i=1, 2, \dots, n$ ;  $\beta_{ki}$ : é o parâmetro associado à variável explicativa  $k$ , com  $k=1, 2, \dots, 19$ , da empresa  $i$ , com  $i=1, 2, \dots, n$ ;  $\epsilon_i$  é o termo de erro, que quantifica a falha do modelo em ajustar-se aos dados exatamente, com  $i=1, 2, \dots, n$ ;

A escolha de múltiplas variáveis de controle é uma prática que visa aumentar a robustez dos resultados, conforme discutido por Dhingra et al. (2023). Enquanto alguns estudos utilizam poucas (Menezes, 2019) ou nenhuma (Nenavani et al., 2024) variável de controle, esta dissertação busca uma abordagem mais abrangente para capturar a complexidade da performance financeira.

## 2.2 Amostra

A amostra de dados utilizada nesta dissertação foi composta por empresas listadas no índice S&P 500, isto é, as 500 maiores empresas da bolsa dos Estados Unidos da América. Das empresas que constituem este índice foram excluídas as do setor financeiro (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Wu et al., 2023) e algumas empresas sem dados disponíveis publicados sobre o *ESG*. Desta forma, ficamos com uma amostra de 364 empresas. Além disso, o processo de winsorização a 1% foi aplicado para mitigar o efeito de outliers, conforme Uyar et al. (2021), de modo a tornar as análises mais estáveis e robustas.

Os dados financeiros e de risco *ESG* (*Environmental, Social, and Governance*) foram extraídos de duas fontes principais para o ano de 2023: Yahoo Finance e Investing.com. O *ESG risk score*, disponibilizado pela Sustainalytics através do Yahoo Finance, fornece uma avaliação abrangente dos riscos ambientais, sociais e de governança enfrentados pelas empresas. Adicionalmente,

informações financeiras detalhadas das empresas, como *Return on assets (ROA)* e Tobin's Q, foram calculadas a partir de dados obtidos do Investing.com.

A escolha do S&P 500 se justifica pela representatividade e relevância destas empresas no mercado financeiro global, bem como pela disponibilidade de dados consistentes e de alta qualidade. Além disso, investigações mais recentes utilizaram estas empresas para avaliar a relação entre o investimento em *ESG* e a performance financeira das empresas (Cohen, 2023), inclusive em relação a presença feminina em conselhos de administração (Banahan & Hasson, 2018).

## 3. Análise Empírica

Nesta secção são analisados os dados recolhidos, com o objetivo de obter evidência empírica sobre os fatores de risco *ESG* que afetam a performance financeira, tendo como variável moderadora a presença feminina em cargos de decisão.

### 3.1 Estatística Descritiva

A análise empírica inicia-se com a estatística descritiva, a qual é exibida na Tabela 3. Nela, é possível perceber o comportamento das variáveis de performance financeira, *ESG risk score* e presença feminina nos cargos de decisão, bem como as características do conselho e das empresas presentes do índice S&P 500.

Tabela 3: Estatística Descritiva.

Variável	Média	D.P.	Min	percentil 1%	percentil 25%	Mediana	percentil 75%	percentil 99%	Máx	Valor "1"	Valor "0"
ROA	7,96	7,87	-22,77	-8,58	4,49	6,37	11,66	28,77	46,75		
Tobin_Q	8,10	93,63	0,74	0,94	1,70	2,09	3,60	12,62	1839,00		
ESG	21,57	7,54	3,64	9,58	17,61	21,30	26,40	39,10	41,70		
ESG_ENV	6,58	5,34	0,00	0,00	3,40	4,98	9,63	20,91	25,00		
ESG_SOCIAL	8,98	3,97	0,80	1,63	7,41	8,80	11,33	18,14	22,50		
ESG_GOV	6,14	1,64	1,55	3,30	5,40	5,80	7,00	10,71	11,50		
M_Chairman										10,99%	89,01%
M_CEO										8,24%	91,76%
Dual										35,99%	64,01%
BoardSize	10,96	1,98	1,82	6,63	10,00	11,00	12,00	15,37	20,00		
Lev	0,66	0,32	0,11	0,18	0,54	0,62	0,77	1,44	3,43		
Liq	1,61	1,38	0,06	0,26	1,04	1,24	1,73	6,46	12,01		
Nfunc	73076	189500	165	448	14570	23000	67050	449500	2100000		
PropInst	84,98	13,84	12,76	45,56	82,38	88,00	95,13	105,60	110,60		
DespCap	4,02	5,87	-2,80	-2,04	1,45	2,36	5,17	21,40	52,86		
Idade	70,59	46,44	3,00	7,63	42,00	55,25	105,00	188,48	218,00		
Com_Serv										3,85%	96,15%
Cons_Disc										12,91%	87,09%
Bens										9,62%	90,38%
Energia										5,49%	94,51%
Saúde										14,29%	85,71%
Indústria										17,31%	82,69%
TIC										14,84%	85,16%
Materiais										6,32%	93,68%
Imob										7,69%	92,31%

Nota: ROA: *Return on assets*; Tobin Q: Indicador Tobin Q; ESG: *ESG risk score*; ESG\_ENV: *Environmental risk score*; ESG\_SOCIAL: *Social risk score*; M\_Chairman: Mulheres diretoras do conselho de administração; M\_CEO: Mulheres diretoras executivas; Dual: Dualidade do conselho; BoardSize: Tamanho do conselho de administração; Lev: Grau de alavancagem; Liq: Liquidez da empresa; Nfunc: Número de funcionários; PropInst: Propriedade Institucional; DespCap: Despesas de Capital; Idade: Antiguidade da empresa; Com\_Serv: Setor de Serviços de Comunicação; Cons\_Disc: Setor de Consumo Discricionário; Bens: Setor de bens de consumo básicos; Energia: Setor de Energia; Saúde: Setor de Cuidados com a Saúde; Indústria: Setor da Indústria; Materiais: Setor de Materiais; Imob: Setor Imobiliário.

Fonte: Elaboração própria.

O ROA (*Return on assets*) apresenta uma média de 7,92%, com um desvio padrão de 7,30%, indicando uma significativa variabilidade nos retornos sobre ativos entre as empresas. O valor mínimo de -22,77% e o máximo de 46,75% refletem a presença de empresas operando com perdas e outras com retornos extremamente positivos. A mediana de 6,37% sugere que metade das empresas têm um ROA abaixo desse valor. Analisando os percentis, observa-se que 1% dos valores de ROA são menores ou iguais a -8,58%, 25% são menores ou iguais a 4,49%, 75% são menores ou iguais a 11,66% e 99% são menores ou iguais a 28,77%. Isso mostra uma concentração maior dos retornos entre 4,49% e 11,66%, com alguns valores extremos influenciando os percentis superiores.

O índice Tobin-Q tem uma média de 8,10, com um desvio padrão de 2,84, revelando uma menor variação nos dados em comparação com a análise anterior. Com um mínimo de 0,74 e um máximo de 34,88, a mediana de 2,09 indica que a maioria das empresas tem um valor de mercado relativamente próximo ao valor de reposição de seus ativos. Os percentis revelam que 1% dos valores de Tobin-Q são menores ou iguais a 0,94, 25% são menores ou iguais a 1,70, 75% são menores ou iguais a 3,60 e 99% são menores ou iguais a 12,62. Estes percentis indicam que, embora a maioria das empresas esteja próxima da mediana, há valores extremos que aumentam significativamente a média e o desvio padrão.

Já o índice *ESG risk score*, que mede o risco não gerenciado pela empresa, apresenta uma média de 21,62, com um desvio padrão de 7,25. O valor mínimo é 7,10 e o máximo 41,70, enquanto a mediana de 21,30 mostra que a maioria das empresas está próxima à média em termos de risco

ESG. As subcomponentes *ESG\_ENV* (risco ambiental), *ESG\_SOCIAL* (risco social) e *ESG\_GOV* (risco de governança) têm médias de 6,51, 8,97 e 6,14, respectivamente, cada uma com seus próprios padrões de variabilidade e percentis, indicando diferentes níveis de risco nas dimensões ambiental, social e de governança.

Em relação a presença feminina em cargos de decisão, as variáveis dummy *M\_Chairman* e *M\_CEO*, que indicam a presença de mulheres como diretora do conselho de administração e como *CEO*, respectivamente, mostram baixas representações femininas. Apenas 10,99% das empresas têm uma mulher como diretora do conselho e 8,24% têm uma mulher como *CEO*, destacando uma área potencial de melhoria em termos de igualdade de gênero.

Partindo para as variáveis controle, a variável *Dual*, que indica se a pessoa que é diretora do conselho também é *CEO*, mostra que em 35,99% das empresas, a mesma pessoa ocupa ambos os cargos, o que pode implicar em questões de governança corporativa. O tamanho do conselho de administração (*BoardSize*), tem uma média de 10,98 e um desvio padrão de 1,82. Os valores variam de um mínimo de 6,63 a um máximo de 20, com uma mediana de 11, indicando conselhos relativamente grandes na maioria das empresas.

Quanto às características das empresas, o índice de alavancagem (*Lev*) das empresas tem uma média de 0,65 e um desvio padrão de 0,29, indicando variabilidade, mas não extrema. A liquidez (*Liq*) mostra maior variabilidade, com uma média de 1,57 e desvio padrão de 1,24, refletindo a capacidade das empresas de cumprir suas obrigações de curto prazo.

Além disso, o número de funcionários (*Nfunc*), representando o tamanho da empresa, apresenta uma média alta de 66.073, mas com um desvio padrão muito elevado de 158.387, indicando a presença de empresas muito grandes. A mediana de 23.000 mostra que a maioria das empresas é menor que a média.

A propriedade institucional (*PropInst*) tem uma média de 85,36% e um desvio padrão de 12,76%, sugerindo variabilidade considerável. A mediana de 88% indica que a maioria das empresas tem um nível significativo de propriedade institucional. A despesa de capital (*Desp\_Cap*) apresenta uma média de 3,86% e um desvio padrão de 2,53%, com uma mediana de 2,36%, indicando que metade das empresas gasta menos que isso em capital.

Relativamente a variável idade das empresas, esta tem uma média de 70,20 anos e um desvio padrão de 45,04, indicando ampla variação na antiguidade das empresas. A mediana de 55,25 anos sugere que metade das empresas têm menos de 55 anos.

Outro ponto analisado é a distribuição setorial das empresas, que se mostra diversificada. Apenas 3,85% das empresas estão no setor de serviços de comunicação (*Com\_Serv*), enquanto 12,91% estão no setor de consumo discricionário (*Cons\_Disc*), 9,62% no setor de bens e serviços básicos (*Bens*), 5,49% no setor de energia (*Energia*), 4,94% no setor de serviços de saúde (*Saúde*), 17,31% no setor da indústria (*Indústria*), 14,84% no setor de tecnologia da informação (*TIC*), 6,32% no setor de materiais (*Materiais*) e 7,69% no setor imobiliário (*Imob*). O setor da indústria e o setor de

tecnologia da informação (TIC) têm as maiores representações, enquanto serviços de comunicação e saúde têm as menores.

Em suma, a análise das variáveis trabalhadas evidencia a diversidade das características das empresas estudadas. A significativa variabilidade em muitos indicadores sugere a presença de empresas com diferentes tamanhos, estruturas e perfis de risco. Além disso, a baixa representação feminina em cargos de liderança destaca uma área potencial de melhoria em termos de igualdade de gênero e um campo interessante a ser explorado em relação aos resultados organizacionais. A distribuição setorial mostra uma concentração maior em indústria e tecnologia da informação, refletindo a composição da amostra analisada.

### 3.2 Matriz de Correlação

A matriz de correlação é apresentada na Tabela 4, a partir da qual é possível perceber que a correlação entre as variáveis estudadas não é muito forte, tendo como maiores valores, conforme expectável, as correlações entre as variáveis do *ESG risk score* e suas subcomponentes *Environmental risk score* (0,783), *Social risk score* (0,719) e *Governance risk score* (0,508).

As variáveis *ESG risk score*, bem como suas subcomponentes apresentam uma relação positiva com o *ROA*, o que significa que quanto maior o gerenciamento de riscos relacionados a questões sustentáveis, sociais e de governança (gerando menor o *risk score*), menor o retorno sobre os ativos, devido aos dispêndios de capital que não evidenciam resultados no curto prazo. Por outro lado, as variáveis *ESG* e *Environmental risk score* apresentaram uma relação negativa com o Tobin Q, demonstrando que o gerenciamento destes pilares é importante para a visão de mercado da empresa, conforme o esperado pela literatura.

Além disso, a presença de mulheres em cargos de decisão demonstrou uma relação positiva com ambas as variáveis de performance, indicando que o aumento do número de mulheres ocupando estas posições afeta a eficiência da empresa para melhor, justificado pela característica da mulher de ser mais cautelosa e avessa aos riscos.

A dualidade do conselho também demonstrou uma relação positiva com o *ROA* e Tobin Q, indicado pelo benefício de uma mesma pessoa ocupar os cargos de direção executiva e do conselho de administração. Isto se justifica, porque quando a mesma pessoa ocupa o cargo de *CEO* e diretor do conselho, elimina-se os custos referentes a transferência de informação e de processamento. Além disso, esta dualidade pode acelerar o processo de tomada de decisões.

Maiores conselhos de administração demonstraram estar positivamente relacionados com a performance financeira. Tais resultados estão de acordo com o esperado, pois mais diretores poderão contribuir com conhecimentos especializados, competências e antecedentes profissionais diversos, bem como com conhecimentos de setores diferentes. As despesas de capital e idade da empresa estão também positivamente relacionados a performance da empresa, conforme o esperado.

Os indicadores financeiros grau de alavancagem e liquidez demonstraram uma relação positiva com os indicadores de performance financeira. Entretanto, esperava-se uma relação negativa com o grau de alavancagem, pois quanto maior os débitos da empresa, pior a performance. O resultado da liquidez era esperado, pois uma empresa que administra melhor seu capital tem melhores retornos financeiros.

A relação positiva do tamanho da empresa com os indicadores de performance está contrária ao encontrado na literatura, que afirma que maiores empresas tendem a ter maiores burocracias, dificultando o reflexo no resultado. Na mesma direção, a propriedade institucional tende a ter uma relação negativa em relação ao *ROA* quando é maior do que 28,5% e do Tobin Q quando é maior do que 43,5%. Considerando que a maioria das empresas analisadas possuem percentuais de propriedade que ultrapassam os indicados, a relação positiva apresentada não era esperada.

Dessa forma, as variáveis mulher *Chairman*, mulher *CEO*, dualidade do conselho, tamanho do conselho de administração, liquidez, despesas de capital, idade, tamanho da empresa relevam uma relação positiva com Tobin Q e *ROA*, o que corrobora com os principais resultados encontrados na literatura. Por outro lado, as variáveis *ESG risk score*, *Environmental*, *Social* e *Governance risk score* apresentam uma relação positiva com o *ROA*, o que não é esperado pela literatura. Propriedade Institucional também se esperava uma relação negativa, assim como grau de alavancagem fora das expectativas anteriores.

Tabela 4: Matriz de Correlação.

ROA	Tobin_Q	ESG	ESG_ENV	ESG_SOCIAL	ESG_GOV	M_Chairman	M_CEO	Dual	BoardSize	Lev	Liq	Nfunc	PropInst	DespCap	Idade	Com_Serv	Cons_Disc	Bens	Energia	Saúde	Indústria	TIC	Materiais	Imob	
1,000	0,698	0,105	0,078	0,156	0,162	0,130	0,098	0,064	0,070	0,281	0,389	0,154	0,078	0,116	0,065	0,085	0,227	0,066	0,167	0,047	0,137	0,262	0,060	-0,043	ROA
	1,000	-0,018	-0,036	0,108	0,172	0,151	0,119	0,030	0,095	0,362	0,413	0,147	0,064	0,167	0,026	0,141	0,168	0,091	0,076	0,136	0,125	0,367	0,081	0,054	Tobin_Q
		1,000	0,783	0,719	0,508	0,043	0,069	0,149	0,206	0,137	0,134	0,149	-0,108	0,256	0,240	0,033	-0,035	0,212	0,400	0,021	0,199	-0,204	0,197	-0,224	ESG
			1,000	0,193	0,117	0,049	0,086	0,104	0,169	0,114	0,115	-0,061	-0,016	0,381	0,210	-0,049	-0,030	0,200	0,533	-0,257	0,124	-0,098	0,369	-0,045	ESG_ENV
				1,000	0,496	0,108	0,114	0,117	0,170	0,228	0,148	0,367	-0,105	0,087	0,206	0,149	0,078	0,215	0,097	0,322	0,271	-0,169	-0,051	-0,271	ESG_SOCIAL
					1,000	0,017	0,008	0,204	0,141	0,067	0,259	0,204	-0,013	0,095	0,095	0,243	-0,028	0,026	0,153	0,363	0,045	0,002	0,096	0,029	ESG_GOV
						1,000	0,371	-0,005	0,045	0,141	0,053	0,098	0,077	0,130	0,000	0,079	0,162	0,064	0,106	0,051	0,126	0,135	0,058	0,095	M_Chairman
							1,000	0,052	0,116	0,162	0,086	0,075	0,022	0,118	0,088	0,067	0,090	0,077	0,147	0,075	0,094	0,070	0,129	0,105	M_CEO
								1,000	0,058	-0,004	0,076	0,097	0,027	0,033	0,171	0,023	-0,077	0,143	0,052	0,175	0,020	-0,021	0,112	0,008	Dual
									1,000	0,256	-0,037	0,426	0,101	0,193	0,299	0,059	0,027	0,147	0,125	0,015	0,046	-0,035	0,045	-0,005	BoardSize
										1,000	-0,077	0,289	0,055	0,171	0,190	0,133	0,339	0,140	0,076	0,024	0,091	0,041	0,071	0,061	Lev
											1,000	0,002	0,202	0,132	0,013	0,117	0,183	0,041	0,102	0,214	0,103	0,174	0,214	0,119	Liq
												1,000	-0,113	-0,004	0,266	0,182	0,246	0,183	-0,097	0,140	0,173	0,083	0,029	-0,337	Nfunc
													1,000	0,018	0,092	-0,026	0,039	-0,110	-0,050	0,127	0,015	0,077	0,103	0,248	PropInst
														1,000	0,154	0,126	0,116	0,092	0,443	-0,060	0,017	-0,037	0,199	0,233	DespCap
															1,000	-0,034	-0,019	0,170	0,014	0,063	0,208	-0,146	0,104	-0,018	Idade
																1,000	0,026	0,053	0,102	0,017	-0,001	0,013	0,090	0,073	Com_Serv
																	1,000	-0,034	0,023	-0,060	-0,086	-0,065	0,010	-0,010	Cons_Disc
																		1,000	0,055	-0,045	-0,067	-0,049	0,042	0,023	Bens
																			1,000	0,013	-0,008	0,009	0,097	0,078	Energia
																				1,000	-0,100	-0,079	-0,001	-0,021	Saúde
																					1,000	-0,106	-0,022	-0,043	Indústria
																						1,000	-0,005	-0,025	TIC
																							1,000	0,064	Materiais
																							1,000	0,064	Imob

Nota: ROA: Return on assets; Tobin Q: Indicador Tobin Q; ESG: ESG risk score; ESG\_ENV: Environmental risk score; ESG\_SOCIAL: Social risk score; M\_Chairman: Mulheres diretoras do conselho de administração; M\_CEO: Mulheres diretoras executivas; Dual: Dualidade do conselho; BoardSize: Tamanho do conselho de administração; Lev: Grau de alavancagem; Liq: Liquidez da empresa; Nfunc: Número de funcionários; PropInst: Propriedade Institucional; DespCap: Despesas de Capital; Idade: Antiguidade da empresa; Com\_Serv: Setor de Serviços de Comunicação; Cons\_Disc: Setor de Consumo Discricionário; Bens: Setor de bens de consumo básicos; Energia: Setor de Energia; Saúde: Setor de Cuidados com a Saúde; Indústria: Setor da Indústria; Materiais: Setor de Materiais; Imob: Setor Imobiliário.

Fonte: Elaboração própria.

### 3.3 Análise Multivariada

A partir de uma amostra com 364 empresas pertencentes ao índice S&P500 e informações de risco ESG e financeiras de 2023, são estimados modelos de regressão OLS com heterocedasticidade corrigida, conforme apresentado nas tabelas seguintes. Foram efetuadas diversas estimativas de regressão para cada uma das variáveis dependentes, representantes da performance financeira (ROA e Tobin Q). Além das medidas de performance, as tabelas abaixo apresentam resultados diferentes de acordo com as variáveis moderadoras escolhidas, que se referem à presença feminina em cargos de decisão (Mulher *Chairman* e Mulher *CEO*).

A Tabela 5 apresenta os resultados das estimativas do impacto na performance medida pelo ROA. Como pode ser observado, o índice de risco ESG não é significativo, pelo que a performance financeira não parece ser afetada pelo gerenciamento dos riscos de sustentabilidade, sociais e de governança, conforme sugerido por Han et al. (2016) e Menezes (2019).

No modelo (2) é possível observar que quando as mulheres ocupam o cargo de direção do conselho de administração (variável “*MChairman*”) não impacta significativamente no retorno financeiro contábil. A interação entre as variáveis *MChairman* e *ESG risk score* (modelo 3) também não apresenta significância, o que supõe que a performance financeira não é afetada pelo gerenciamento do ESG, mesmo com a moderação da liderança feminina no conselho de administração. Este mesmo resultado pode ser observado no modelo (4 e 5) quando estas variáveis estão associadas.

Além disso, o modelo (6) demonstra uma não significância da subcomponente de risco *Environmental*, assim como *Social* (8) e *Governance* (10), mesmo quando associada com a Mulher *Chairman* e a interação entre a Mulher *Chairman* com a subcomponente (7, 9 e 11).

Isto significa pontuar que não parece haver relação entre os fatores ESG e a performance contábil da empresa, ainda quando verificadas isoladamente. Da mesma forma, a presença das mulheres na diretoria do conselho de administração não parece gerar impactos na relação entre o gerenciamento do risco ambiental, social e de governo, mesmo quando colocada como variável moderadora.

Os modelos demonstram ainda que a variável “Propriedade Institucional” tem uma significância estatística negativa sobre a performance financeira, pelo que quando maior o percentual de ações sob propriedade de instituições, menor este indicador financeiro. De acordo com Daryaei e Fattahi (2020), a propriedade institucional passa a agir negativamente sobre o ROA quando é maior do que 28,5%, de modo que abaixo deste valor, a relação é positiva. Neste estágio, a elevada concentração de propriedade pode levar a problemas de convergência de interesses, pois instituições com grandes participações podem usar sua influência para tomar decisões que beneficiem seus interesses específicos em detrimento do desempenho geral da empresa. Essas decisões podem incluir a cooperação com a gestão em práticas não ótimas ou a priorização de benefícios privados sobre a maximização do valor para todos os acionistas. Considerando as empresas trabalhadas

nesta dissertação, a maioria tem este indicador maior do o mencionado pelos autores, o que justifica os resultados.

No caso da dualidade do conselho (variável "Dual"), os resultados indicam uma associação positiva com o *ROA*, pelo que as empresas que possuem a mesma pessoa no cargo de administrador executivo e presidente do conselho de administração (*Chairman*) tendem a ter um retorno positivo. De acordo com Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020), a dualidade permite uma transmissão de informação mais eficaz e tomadas de decisão mais rápidas, agilizando um conjunto de processos, o que parece ter impacto positivo na performance.

Tabela 5: Análise ROA e Mulher *Chairman*.

Variável	ROA										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
const (Intercepto)	10,246**	9,204**	9,155**	9,613**	8,977**	10,552**	11,028**	10,773**	9,772**	7,631*	7,151
	4,461	4,336	4,350	4,474	4,357	4,658	4,708	4,203	4,029	4,571	4,834
ESG risk score	-0,003			0,001	0,003						
	0,041			0,041	0,040						
Mchairman		-0,063		-0,285	-0,112		-0,918		-0,532		4,524
		0,841		0,874	2,869		1,546		2,021		4,782
MulherChairman*ESG			-0,004		-0,002						
			0,037		0,125						
Environmental risk score						-0,027	-0,918				
						0,064	1,546				
Env.*Mchairman							-0,053				
							0,065				
Social risk score								-0,121	-0,097		
								0,074	0,072		
Social.*Mchairman									0,040		
									0,211		
Governance risk score										0,094	0,139
										0,186	0,200
Gov.*Mchairman											-0,822
											0,864
Dual	0,769*	0,641	0,629	0,777**	0,778**	0,697*	0,693*	0,516	0,513	0,611	0,606
	0,372	0,390	0,390	0,374	0,366	0,376	0,382	0,376	0,370	0,389	0,397
BoardSize	-3,534	-2,783	-2,847	-3,279	-3,011	-2,748	-2,826	-2,996	-2,833	-2,264	-2,670
	2,937	2,923	2,908	2,946	2,845	3,008	3,078	2,861	2,737	2,941	3,010
Lev	1,237	1,815	1,631	1,622	1,465	0,780	1,166	0,948	1,190	1,196	1,759
	1,702	1,682	1,668	1,710	1,694	1,692	1,696	1,673	1,660	1,678	1,704
Liq	1,223***	1,283***	1,244***	1,228***	1,199***	1,102***	1,111***	1,332***	1,266***	1,311***	1,214***
	0,318	0,335	0,337	0,315	0,312	0,294	0,305	0,330	0,331	0,336	0,349
Nfunc	-0,912*	-0,927*	-0,900*	-0,869*	-0,805	-1,115**	-1,250**	-0,834*	-0,753	-0,848*	-0,882*
	0,517	0,504	0,508	0,510	0,503	0,549	0,553	0,503	0,492	0,488	0,518
Proplnst	-0,047**	-0,048**	-0,047**	-0,048**	-0,045**	-0,044**	-0,044**	-0,052***	-0,049**	-0,041**	-0,039*
	0,020	0,021	0,021	0,021	0,020	0,021	0,021	0,020	0,020	0,020	0,021
DespCap	0,052	0,056	0,053	0,051	0,050	0,070	0,078	0,062	0,057	0,042	0,043
	0,058	0,059	0,058	0,058	0,057	0,059	0,060	0,057	0,056	0,056	0,058
Idade	0,785	0,682	0,741	0,730	0,671	0,759	0,834	0,864	0,843	0,732	0,890
	0,589	0,626	0,624	0,598	0,588	0,614	0,625	0,604	0,596	0,611	0,637
Com_Serv	4,083**	3,982**	3,823**	4,316**	4,061**	3,968**	3,752*	4,285**	4,005**	3,086*	3,148*
	1,972	1,759	1,771	1,917	1,930	1,989	1,992	1,875	1,827	1,779	1,724
Cons_Disc	7,705***	7,501***	7,719***	7,474***	7,426***	7,303***	7,172***	7,640***	7,238***	7,829***	7,520***
	1,434	1,348	1,347	1,409	1,412	1,447	1,463	1,393	1,353	1,368	1,327
Bens	3,893***	3,849***	3,814***	3,886***	3,894***	4,082***	3,987***	3,645***	3,599***	3,717***	3,863***
	0,897	0,882	0,882	0,876	0,865	0,858	0,822	0,903	0,873	0,887	0,881
Energia	5,667***	5,970***	5,948***	5,667***	5,571***	5,546***	6,016***	5,876***	5,786***	6,060***	5,996***
	0,835	0,771	0,793	0,796	0,744	0,977	1,006	0,768	0,737	0,708	0,847
Saúde	3,520***	3,798***	3,774***	3,512***	3,397***	3,460***	3,501***	3,792***	3,737***	3,392***	3,557***
	0,922	0,893	0,884	0,921	0,912	1,124	1,137	0,874	0,866	0,924	0,940
Indústria	5,737***	5,734***	5,684***	5,905***	5,876***	5,608***	5,620***	5,692***	5,630***	5,686***	5,843***
	0,817	0,898	0,900	0,855	0,858	0,863	0,911	0,849	0,883	0,861	0,899
TIC	6,970***	7,345***	7,294***	7,164***	7,098***	6,973***	7,124***	6,769***	6,853***	7,224***	7,246***
	1,207	1,184	1,174	1,231	1,233	1,230	1,274	1,155	1,208	1,160	1,205
Materiais	2,278**	2,783***	2,769***	2,414**	2,402**	2,929***	2,957***	2,213*	2,466**	2,463**	2,660**
	1,104	1,059	1,061	1,073	1,068	1,055	1,017	1,155	1,124	1,083	1,055
Imobiliário	1,230	1,448*	1,407*	1,289	1,229	0,910	0,823	0,750	0,816	1,395*	1,387*
	0,990	0,803	0,798	1,005	0,994	1,033	1,068	0,903	0,900	0,761	0,815
Nº de observações	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364
R2	0,404	0,403	0,397	0,407	0,415	0,390	0,398	0,428	0,425	0,433	0,391
R2 ajustado	0,373	0,372	0,366	0,374	0,381	0,358	0,363	0,398	0,392	0,403	0,356
F (valor p)	3,11E-29	4,36E-29	2,02E-28	4,76E-29	1,97E-29	1,38E-27	1,89E-27	4,25E-32	1,25E-30	9,81E-33	1,11E-26

Nota: Tabela com os resultados da estimação OLS corrigida pela heterocedasticidade. Variáveis: ROA: *Return on assets*; ESG: *ESG risk score*; ESG\_ENV: *Environmental risk score*; ESG\_SOCIAL: *Social risk score*; M\_Chairman: Mulheres diretoras do conselho de administração; M\_CEO: Mulheres diretoras executivas; Dual: Dualidade do conselho; BoardSize: Tamanho do conselho de administração; Lev: Grau de alavancagem; Liq: Liquidez da empresa; Nfunc: Número de funcionários; Proplnst: Propriedade Institucional; DespCap: Despesas de Capital; Idade: Antiguidade da empresa; Com\_Serv: Setor de Serviços de Comunicação; Cons\_Disc: Setor de Consumo Discricionário; Bens: Setor de consumo básicos; Energia: Setor de Energia; Saúde: Setor de Cuidados com a Saúde; Indústria: Setor da Indústria; Materiais: Setor de Materiais; Imobiliário: Setor Imobiliário. \*\*\*, \*\* e \* refere-se ao facto de a variável ser estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 6 apresenta os resultados das estimativas de regressão considerando o Tobin Q como variável dependente. O modelo (1) apresenta que o risco ESG tem uma relação negativa com a

performance financeira, resultado que se repete para os riscos ambiental (*Environmental risk score*) (vide modelo 6) e social (*Social risk score*) (vide modelo 8). Desta forma, quanto maior os riscos ESG, isto é, maior a exposição aos riscos ESG e falta de gerenciamento por parte das empresas, menor o seu desempenho financeiro em questão de capitalização de mercado. Estes resultados estão de acordo com os estudos de Bofinger et al. (2022), Hsu e Chen (2024) e Okafor et al. (2021), que para além de encontrar uma relação positiva entre a gestão de fatores relacionados ao ESG e a performance financeira, também reforçaram a sua importância para a prosperidade da empresa e sua legitimidade diante das partes interessadas, estando de acordo com a teoria dos *stakeholders*.

Conforme Saini et al. (2023), a adoção de medidas ESG (representando um menor índice de risco) mostra ser uma iniciativa para atender às expectativas de *shareholders* e demais partes interessadas, trazendo equilíbrio entre os interesses globais dos indivíduos, de modo a impactar positivamente a organização, através de melhoramento da sua visão perante o mercado, atração de mais consumidores e prosperidade a longo prazo. Ao gerenciar seus riscos ESG, as empresas mostram que os benefícios que promovem à comunidade são maiores que os custos que ela gera (Mio et al., 2019), fortalecendo as operações e reforçando seu comprometimento social (León & Salesa, 2023a). Além disso, Azmi et al. (2021) destaca a importância de investimentos serem realizados nos aspectos ambientais (*Environmental*), ao afirmar que estes são mais valorizadas por acionistas e detentores de títulos.

O índice de risco da governança não demonstrou resultados significativos (vide modelo 10), ao contrário do que foi encontrado na literatura, a qual, segundo Pulino et al. (2022) destacava o pilar de governança ser mais significativo do que o ambiental e social em relação a visão da empresa perante o mercado.

A pesquisa de Shakil et al. (2019), corrobora com o resultado geral deste modelo, pois o mesmo obteve uma relação positiva entre o gerenciamento do *Environmental* e Social com a performance financeira, justificada pelo interesse de *stakeholders* em organizações que adotem estas iniciativas. Da mesma forma, os autores obtiveram uma insignificância da variável *Governance*, justificada pelo fraco desempenho de governança corporativa nos bancos estudados, fazendo com que não gere impactos na performance financeira.

No modelo (2) é possível observar que quando as mulheres ocupam o cargo de direção do conselho de administração (variável "*MChairman*") não impacta significativamente no retorno financeiro de mercado. A interação entre as variáveis *MChairman* e *ESG risk score* (vide modelo 3) também não apresenta significância, o que supõe que a performance financeira não é afetada pelo gerenciamento do ESG, mesmo com a moderação da liderança feminina no conselho de administração. Este mesmo resultado pode ser observado no modelo (11) quando estas variáveis estão associadas ao risco de governança.

Os resultados, ao evidenciarem uma insignificância para a presença de mulheres na diretoria dos conselhos de administração (*Mulher Chairman*), contrariam os resultados de Le et al. (2022), que afirmam que a presença da mulher nesta posição melhora a imagem da empresa perante a comunidade, assim como descentraliza as decisões tomadas no conselho de administração,

trazendo melhorias aos custos de agência, conforme a teoria da agência. Os autores também afirmam que a liderança feminina nos conselhos de administração aumenta a retenção de capital em setores como indústria, tecnologia e imobiliário. O modelo (4), (5), (7) e (9) também supõe a inexistência de qualquer relevância significativa da variável moderadora para a performance das empresas.

Das variáveis de controlo deve-se destacar que o endividamento parece estar positivamente relacionado com a performance, o que pode indiciar que as empresas com mais dívida terão maior capacidade para gerar resultados superiores. Em consonância com estudos do mesmo âmbito, Farooq e Masood (2016) justificam este resultado, ao afirmar que um mix adequado de lucros e débitos geram valor a empresa. Assim, diante do mercado, a empresa demonstra estar investindo em suas operações quando aumenta o seu endividamento, o que justifica a relação positiva entre a performance financeira perante o mercado e o endividamento.

Tabela 6: Análise Tobin Q e Mulher *Chairman*.

Variável	Tobin Q										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
const (Intercepto)	1,531	1,172	1,054	8,067	1,94**	1,693	1,929	0,959	0,757	1,048	1,461
	1,047	0,953	0,962	4,983	0,980	1,221	1,205	0,995	0,972	1,037	1,062
ESG risk score	-0,019**			-0,019**	-0,020**						
	0,009			0,009	0,009						
Mchairman		-0,078		-0,051	0,200		0,073		-0,173		0,894
		0,187		0,188	0,625		0,432		0,478		0,981
MulherChairman*ESG			-0,004		-0,010						
			0,007		0,022						
Environmental risk score						-0,040**	-0,044***				
						0,016	0,016				
Env.*Mchairman							-0,013				
							0,039				
Social risk score								-0,038**	-0,037**		
								0,018	0,018		
Social.*Mchairman									0,014		
									0,046		
Governance risk score										0,020	0,016
										0,037	0,037
Gov.*Mchairman											-0,184
											0,189
Dual	0,081	0,069	0,074	0,510	0,065	0,173*	0,174*	0,036	0,021	0,073	0,082
	0,090	0,086	0,087	0,379	0,087	0,103	0,102	0,091	0,090	0,092	0,092
BoardSize	-0,022	-0,359	-0,358	-1,780	-0,008	-0,333	-0,263	0,115	0,129	-0,411	-0,581
	0,699	0,654	0,662	3,050	0,684	0,790	0,792	0,702	0,675	0,687	0,699
Lev	1,571***	1,669***	1,761***	1,232	1,533***	1,853***	1,889***	1,643***	1,668***	1,710***	1,681***
	0,355	0,402	0,396	1,715	0,373	0,391	0,383	0,383	0,391	0,388	0,396
Liq	0,347***	0,330***	0,338***	1,230***	0,354***	0,420***	0,430***	0,351***	0,310***	0,314***	0,338***
	0,092	0,099	0,097	0,303	0,094	0,099	0,098	0,094	0,095	0,097	0,100
Nfunc	-0,199*	-0,186	-0,184	-1,018*	-0,259**	-0,264**	-0,280**	-0,181	-0,148	-0,204*	-0,245**
	0,117	0,116	0,114	0,561	0,117	0,132	0,130	0,117	0,113	0,118	0,122
PropInst	-0,005	-0,006	-0,006	-0,037*	-0,007	-0,006	-0,008	-0,005	-0,005	-0,004	-0,004
	0,005	0,005	0,005	0,020	0,005	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
DespCap	0,013	0,012	0,015	0,038	0,011	0,011	0,013	0,015	0,018	0,013	0,008
	0,011	0,011	0,011	0,057	0,010	0,012	0,012	0,011	0,011	0,011	0,012
Idade	0,023	0,079	0,088	1,259**	0,020	0,080	0,049	0,065	0,074	0,053	0,050
	0,144	0,133	0,132	0,609	0,140	0,155	0,153	0,143	0,140	0,133	0,135
Com_Serv	1,284**	1,148*	1,183**	2,103	1,308**	0,757	0,776	1,485**	1,317**	1,505**	1,539**
	0,627	0,605	0,597	2,008	0,629	0,624	0,605	0,599	0,602	0,606	0,603
Cons_Disc	2,057***	1,984***	1,934***	6,731***	1,863***	1,787***	1,535***	1,997***	1,929***	2,054***	1,980***
	0,405	0,397	0,395	1,364	0,400	0,409	0,381	0,411	0,399	0,406	0,403
Bens	1,246***	1,324***	1,332***	3,949***	1,268***	1,149***	1,188***	1,338***	1,381***	1,260***	1,278***
	0,223	0,219	0,215	0,780	0,217	0,222	0,214	0,218	0,218	0,211	0,212
Energia	0,527***	0,454***	0,469***	5,987***	0,523***	0,642***	0,651***	0,420***	0,445***	0,454***	0,436***
	0,155	0,144	0,140	1,042	0,159	0,178	0,181	0,154	0,146	0,137	0,136
Saúde	1,603***	1,843***	1,881***	3,144***	1,619***	1,482***	1,275***	1,734***	1,781***	2,000***	1,817***
	0,325	0,338	0,333	1,204	0,327	0,383	0,382	0,319	0,321	0,344	0,341
Indústria	1,596***	1,768***	1,764***	5,599***	1,609***	1,423***	1,417***	1,790***	1,781***	1,799***	1,816***
	0,195	0,191	0,191	0,870	0,190	0,204	0,207	0,194	0,200	0,178	0,174
TIC	3,101***	3,304***	3,279***	6,547***	3,046***	2,788***	2,690***	3,255***	3,325***	3,432***	3,467***
	0,416	0,429	0,428	1,321	0,415	0,393	0,395	0,417	0,418	0,436	0,440
Materiais	0,690***	0,842***	0,852***	1,754	0,663***	0,708***	0,651***	0,640***	0,729***	0,937***	0,918***
	0,225	0,216	0,216	1,092	0,227	0,243	0,225	0,211	0,205	0,221	0,216
Imobiliário	0,635***	0,900***	0,930***	-0,520	0,584***	0,585**	0,552**	0,653***	0,733***	0,863***	0,806***
	0,212	0,211	0,203	1,159	0,224	0,246	0,251	0,215	0,213	0,184	0,205
Nº de observações	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364
R2	0,432	0,436	0,432	0,433	0,438	0,405	0,402	0,433	0,431	0,455	0,463
R2 ajustado	0,402	0,407	0,402	0,402	0,405	0,374	0,367	0,403	0,398	0,427	0,432
F (valor p)	1,44E-32	4,20E-33	1,29E-32	3,90E-32	3,38E-32	2,23E-29	6,72E-28	1,07E-32	2,22E-31	1,59E-35	2,14E-35

Nota: Tabela com os resultados da estimação OLS corrigida pela heterocedasticidade. Variáveis: Tobin Q: Indicador Tobin Q; ESG: ESG risk score; ESG\_ENV: Environmental risk score; ESG\_SOCIAL: Social risk score; M\_Chairman: Mulheres diretoras do conselho de administração; M\_CEO: Mulheres diretoras executivas; Dual: Dualidade do conselho; BoardSize: Tamanho do conselho de administração; Lev: Grau de alavancagem; Liq: Liquidez da empresa; Nfun: Número de funcionários; PropInst: Propriedade Institucional; DespCap: Despesas de Capital; Idade: Antiguidade da empresa; Com\_Serv: Setor de Serviços de Comunicação; Cons\_Disc: Setor de Consumo Discricionário; Bens: Setor de bens de consumo básicos; Energia: Setor de Energia; Saúde: Setor de Cuidados com a Saúde; Indústria: Setor da Indústria; Materiais: Setor de Materiais; Imobiliário: Setor Imobiliário. \*\*\*, \*\* e \* refere-se ao facto de a variável ser estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Na Tabela 7 abaixo é utilizada como variável moderadora a presença feminina no cargo de direção executiva (CEO). Os testes com a variável mulher CEO também foram inicialmente realizados em relação ao ROA. Nesta tabela nem a variável ESG risk score, nem a variável dummy (mesmo

quando no papel de moderadora), mostraram significância, conforme os modelos de (1) a (8). Por outro lado, o não gerenciamento de riscos sociais (variável “*Social risk score*”) mostrou-se estatisticamente negativa face à performance financeira quando a variável mulher *CEO* está presente, conforme o modelo 9. Este resultado aproxima-se do que foi encontrado por Cohen (2023), que encontrou na sua investigação uma relação negativa entre o *Social risk score* e o retorno das ações.

No que se refere ao *Governance risk score* (modelo 11), os resultados evidenciam uma relação positiva com o *ROA*, ao estar associado a mulher *CEO*. Assim, uma mulher no cargo de direção, ao tomar decisões mais voltadas a pautas humanistas e sociais (Glass et al., 2016), estará direcionada a agregar maiores questões de governança nas organizações, tendendo a investir mais nestes aspectos, o que leva a maiores dispêndios de capital e um menor retorno sobre os ativos. Portanto, o não gerenciamento da governança levaria a maior performance financeira do ponto de vista contábil, visto que, segundo Pulino et al. (2022), maiores investimentos em *ESG* são caracterizados por não ter retornos financeiros imediatos. Além disso, da mesma forma que o presente estudo, os autores não encontraram significância entre os indicadores *ESG*, *Social* e *Governance* com o retorno sobre os ativos, quando analisados isoladamente.

A complexidade desta análise fica evidente quando percebemos que os resultados variam com a presença ou não de certas variáveis. De acordo com Tiscini et al. (2023), por exemplo, existe uma relação negativa entre mulheres no cargo de *CEO* e a performance financeira medida pelo *ROA*, evidenciado uma relação positiva somente em períodos de crise, como a pandemia do Covid-19.

Tabela 7: Análise ROA e Mulher CEO.

Variável	ROA										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
const (Intercepto)	10,246**	10,127**	10,738**	9,619**	10,239**	10,552**	11,115**	10,773**	12,783**	7,631*	9,005**
	4,461	4,326	4,519	4,506	4,846	4,658	4,748	4,203	4,964	4,571	4,328
ESG risk score	-0,003			-0,002	-0,004						
	0,041			0,041	0,043						
MulherCEO		-0,057		-0,055	-1,055		0,275		-1,820		-6,149*
		0,632		0,605	2,787		1,558		2,031		3,439
MulherCEO*ESG			0,024		0,038						
			0,106		0,114						
Environmental risk score						-0,027	-0,026				
						0,064	0,065				
Env.*MulherCEO							-0,032				
							0,167				
Social risk score								-0,121	-0,175**		
								0,074	0,088		
Social.*MulherCEO									0,188		
									0,187		
Governance risk score										0,094	0,033
										0,186	0,187
Gov.*MulherCEO											1,097*
											0,643
Dual	0,769**	0,634	0,635	0,758*	0,779**	0,697*	0,687*	0,516	0,558	0,611	0,563
	0,372	0,392	0,393	0,386	0,387	0,376	0,382	0,376	0,405	0,389	0,378
BoardSize	-3,534	-3,041	-3,269	-3,308	-3,256	-2,748	-2,509	-2,996	-3,536	-2,264	-2,934
	2,937	2,910	2,942	2,984	3,017	3,008	3,084	2,861	3,137	2,941	2,768
Lev	1,237	1,136	1,127	1,326	1,350	0,780	0,589	0,948	1,600	1,196	0,379
	1,702	1,668	1,662	1,709	1,706	1,692	1,684	1,673	1,689	1,678	1,672
Liq	1,223***	1,213***	1,225***	1,229***	1,232***	1,102***	1,092***	1,332***	1,368***	1,311***	1,215***
	0,318	0,330	0,330	0,319	0,316	0,294	0,280	0,330	0,336	0,336	0,335
Nfunc	-0,912*	-0,926*	-0,946*	-0,870*	-0,898*	-1,115**	-1,164**	-0,834*	-1,045*	-0,848*	-0,765
	0,517	0,508	0,518	0,515	0,535	0,549	0,551	0,503	0,537	0,488	0,493
PropInst	-0,047**	-0,050**	-0,053**	-0,046**	-0,049**	-0,044**	-0,047**	-0,052***	-0,058***	-0,041**	-0,043**
	0,020	0,020	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,020	0,022	0,020	0,019
DespCap	0,052	0,053	0,054	0,050	0,047	0,070	0,072	0,062	0,061	0,042	0,039
	0,058	0,058	0,058	0,059	0,059	0,059	0,060	0,057	0,060	0,056	0,056
Idade	0,785	0,716	0,687	0,812	0,680	0,759	0,671	0,864	0,825	0,732	0,843
	0,589	0,629	0,627	0,598	0,602	0,614	0,619	0,604	0,637	0,611	0,596
Com_Serv	4,083**	4,039**	4,010**	4,054**	4,069**	3,968**	4,005**	4,285**	4,278**	3,086*	3,066*
	1,972	1,785	1,784	1,972	1,966	1,989	1,990	1,875	1,857	1,779	1,820
Cons_Disc	7,705***	7,627***	7,690***	7,677***	7,669***	7,303***	7,392***	7,640***	7,639***	7,829***	7,792***
	1,434	1,376	1,384	1,436	1,432	1,447	1,444	1,393	1,399	1,368	1,377
Bens	3,893***	3,776***	3,750***	3,885***	3,890***	4,082***	4,013***	3,645***	4,011***	3,717***	3,691***
	0,897	0,893	0,897	0,901	0,899	0,858	0,867	0,903	0,931	0,887	0,896
Energia	5,667***	5,948***	5,967***	5,704***	5,699***	5,546***	5,568***	5,876***	5,971***	6,060***	6,054***
	0,835	0,803	0,799	0,834	0,809	0,977	0,984	0,768	0,825	0,708	0,695
Saúde	3,520***	3,726***	3,742***	3,497***	3,419***	3,460***	3,500***	3,792***	4,087***	3,392***	3,258***
	0,922	0,901	0,904	0,925	0,929	1,124	1,140	0,874	0,906	0,924	0,918
Indústria	5,737***	5,765***	5,812***	5,722***	5,813***	5,608***	5,714***	5,692***	5,959***	5,686***	5,656***
	0,817	0,864	0,869	0,835	0,837	0,863	0,870	0,849	0,878	0,861	0,867
TIC	6,970***	7,279***	7,285***	6,966***	6,964***	6,973***	6,940***	6,769***	6,765***	7,224***	7,280***
	1,207	1,153	1,162	1,215	1,216	1,230	1,236	1,155	1,171	1,160	1,149
Materiais	2,278**	2,716**	2,599**	2,254**	2,139*	2,929***	2,726***	2,213*	2,053*	2,463**	2,437**
	1,104	1,077	1,077	1,103	1,098	1,055	1,046	1,155	1,152	1,083	1,083
Imobiliário	1,230	1,402*	1,409*	1,242	1,220	0,910	0,802	0,750	0,500	1,395*	1,289*
	0,990	0,781	0,781	0,997	1,013	1,033	1,035	0,903	0,940	0,761	0,780
Nº de observações	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364
R2	0,404	0,408	0,409	0,401	0,405	0,390	0,398	0,428	0,406	0,433	0,459
R2 ajustado	0,373	0,377	0,377	0,368	0,370	0,358	0,362	0,398	0,371	0,403	0,427
F (valor p)	3,11E-29	9,70E-30	2,71E-29	2,45E-28	3,01E-28	1,38E-27	2,23E-27	4,25E-32	2,30E-28	9,81E-33	8,12E-35

Nota: Tabela com os resultados da estimação OLS corrigida pela heterocedasticidade. Variáveis: ROA: Return on assets; ESG: ESG risk score; ESG\_ENV: Environmental risk score; ESG\_SOCIAL: Social risk score; M\_Charman: Mulheres diretoras do conselho de administração; M\_CEO: Mulheres diretoras executivas; Dual: Dualidade do conselho; BoardSize: Tamanho do conselho de administração; Lev: Grau de alavancagem; Liq: Liquidez da empresa; Nfun: Número de funcionários; PropInst: Propriedade Institucional; DespCap: Despesas de Capital; Idade: Antiguidade da empresa; Com\_Serv: Setor de Serviços de Comunicação; Cons\_Disc: Setor de Consumo Discricionário; Bens: Setor de bens de consumo básicos; Energia: Setor de Energia; Saúde: Setor de Cuidados com a Saúde; Indústria: Setor da Indústria; Materiais: Setor de Materiais; Imobiliário: Setor Imobiliário. \*\*\*, \*\* e \* refere-se ao facto de a variável ser estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados do ESG risk score e suas subcomponentes, tendo como variável moderadora a mulher CEO, são apresentados na Tabela 8. No modelo (2), apresentado na Tabela 8, é possível

observar que quando as mulheres ocupam o cargo de direção executiva (variável "MCEO") não impacta significativamente no retorno financeiro de mercado. A interação entre as variáveis Mulher CEO e *ESG risk score* (modelo 3) também não apresenta significância, o que supõe que a performance financeira não é afetada pelo gerenciamento do ESG, mesmo com a moderação da liderança feminina no conselho de administração. Este mesmo resultado pode ser observado no modelo (4) quando estas variáveis estão associadas.

Por outro lado, as estimativas das regressões mostram uma significância positiva das variáveis *ESG risk score* (vide modelo 5) e *Environmental risk score* (vide modelo 7), quando associada a moderação da presença feminina na liderança executiva. Isto supõe que quando a posição de direção executiva (CEO) é ocupada por uma mulher, o gerenciamento dos riscos ESG e do *Environmental* impacta negativamente o Tobin Q (quanto maior o ESG e *Environmental risk scores*, maior o Tobin Q).

Este comportamento supõe o que é mencionado por Glass et al. (2016), o qual refere que as mulheres na posição de diretoras executivas estão voltadas a investir potencialmente em questões sociais e ambientais, mesmo que isso signifique prejudicar o retorno de investimento dos acionistas. Assim, quando o cargo de direção executiva é ocupado por uma mulher, o não gerenciamento destes riscos ESG passam a ter uma relação positiva com a visão da empresa perante o mercado. Com expectativas relacionadas às características inerentes ao gênero feminino, os acionistas tendem a esperar que mulheres no cargo de direção executiva direcionem capital significativo para questões do ESG, em detrimento de investimentos que possam trazer retornos financeiros para a empresa. Desta forma, quanto menor o gerenciamento do ESG e do *Environmental*, melhor a visão de mercado da empresa perante os acionistas.

Além disso, segundo Falzon e Micalef (2022), embora práticas robustas de ESG possam melhorar o retorno sobre ativos e o Tobin Q, a falta de tais práticas pode também aumentar o valor de mercado devido à percepção de menores custos e maiores retornos potenciais pelos investidores. Isto porque, como menciona Lassala et al. (2021), iniciativas voltadas aos aspectos ESG geram retornos a longo prazo, diferente da expectativa de acionistas, que esperam que estes retornos sejam imediatos. Também conforme Pulino et al. (2022), maiores investimentos em ESG são caracterizados por não ter retornos financeiros imediatos.

Corroborando também os estudos de Selcuk e Kiyamaz (2017), Wright e Ferris (1997), Teoh et al. (1999) e Candio (2024) a performance financeira pode não ser impactada pela adoção de iniciativas sustentáveis, sobretudo afirmando que essa relação gera maiores custos ou menores retornos à organização.

Além disso, o modelo (9) também demonstra que a presença feminina na liderança executiva leva a uma relação negativa com o *Social risk score*. Portanto, diferente do apresentado no *ESG risk score* e o *Environmental risk score*, o gerenciamento do risco social quando uma mulher é CEO impacta positivamente o Tobin Q (quanto menor o *Social risk score*, maior o Tobin Q).

Este resultado reforça o encontrado anteriormente no modelo com a variável *ROA*, bem como os resultados de Shakil et al. (2019), que afirma que maior gerenciamento das questões sociais leva ao maior interesse de *stakeholders* em organizações que adotem estas iniciativas.

Tabela 8: Análise Tobin Q e Mulher CEO.

Variável	Tobin Q										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
const (Intercepto)	1,531	1,046	0,977	1,375	2,04647*	1,693	1,904	0,959	1,158	1,048	0,937
ESG risk score	1,047	0,989	1,003	0,986	1,055	1,221	1,180	0,995	1,115	1,037	1,118
ESG risk score	-0,019**			-0,019**	-0,021**						
MulherCEO		0,040		0,010	-1,070**		-0,879*		-0,182		0,027
MulherCEO*ESG		0,137		0,126	0,456		0,459		0,390		1,027
Environmental risk score			0,002		0,044**						
Env.*MulherCEO			0,006		0,019	-0,040**	-0,044***				
Social risk score						0,016	0,017				
Social.*MulherCEO							0,091*				
Governance risk score							0,048				
Gov.*MulherCEO								-0,038**	-0,043**		
Dual	0,081	0,086	0,090	0,082	0,076	0,173*	0,172*	0,036	0,031	0,073	0,069
BoardSize	0,090	0,091	0,091	0,089	0,089	0,103	0,103	0,091	0,092	0,092	0,093
Lev	-0,022	-0,360	-0,354	-0,032	-0,406	-0,333	-0,318	0,115	0,014	-0,411	-0,234
Liq	0,699	0,679	0,684	0,672	0,664	0,790	0,776	0,702	0,705	0,687	0,703
Nfunc	1,571***	1,712***	1,732***	1,474***	1,568***	1,853***	1,785***	1,643***	1,636***	1,710***	1,706***
PropInst	0,355	0,392	0,391	0,343	0,318	0,391	0,389	0,383	0,374	0,388	0,390
DespCap	0,347***	0,346***	0,350***	0,347***	0,353***	0,420***	0,424***	0,351***	0,324***	0,314***	0,318***
Idade	0,092	0,098	0,097	0,089	0,083	0,099	0,100	0,094	0,095	0,097	0,099
Com_Serv	-0,199*	-0,182	-0,174	-0,160	-0,218*	-0,264**	-0,319**	-0,181	-0,174	-0,204*	-0,192
Cons_Disc	0,117	0,116	0,115	0,111	0,112	0,132	0,133	0,117	0,121	0,118	0,118
Bens	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,005	-0,004	-0,004
Energia	0,005	0,005	0,005	0,004	0,005	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
Saúde	0,013	0,014	0,015	0,016	0,014	0,011	0,009	0,015	0,015	0,013	0,013
Indústria	0,011	0,012	0,012	0,011	0,010	0,012	0,013	0,011	0,011	0,011	0,012
Materiais	0,023	0,074	0,070	0,009	0,058	0,080	0,081	0,065	0,056	0,053	0,019
Imobiliário	0,144	0,139	0,138	0,140	0,138	0,155	0,160	0,143	0,146	0,133	0,142
Nº de observações	1,284**	1,181**	1,169*	1,227*	1,225*	0,757	0,737	1,485**	1,419**	1,505**	1,309**
R2	0,627	0,600	0,600	0,632	0,652	0,624	0,615	0,599	0,602	0,606	0,621
R2 ajustado	2,057***	2,041***	2,029***	2,005***	1,995***	1,787***	1,869***	1,997***	1,999***	2,054***	2,155***
F (valor p)	0,405	0,399	0,400	0,403	0,397	0,409	0,401	0,411	0,414	0,406	0,395
	1,246***	1,327***	1,317***	1,215***	1,303***	1,149***	1,219***	1,338***	1,375***	1,260***	1,265***
	0,223	0,215	0,216	0,225	0,228	0,222	0,224	0,218	0,225	0,211	0,218
	0,527***	0,463***	0,468***	0,489***	0,514***	0,642***	0,634***	0,420***	0,439***	0,454***	0,459***
	0,155	0,146	0,142	0,143	0,143	0,178	0,181	0,154	0,155	0,137	0,153
	1,603***	1,808***	1,845***	1,552***	1,657***	1,482***	1,571***	1,734***	1,799***	2,000***	1,951***
	0,325	0,333	0,334	0,325	0,330	0,383	0,376	0,319	0,324	0,344	0,343
	1,596***	1,753***	1,766***	1,558***	1,618***	1,423***	1,422***	1,790***	1,789***	1,799***	1,773***
	0,195	0,191	0,191	0,190	0,188	0,204	0,196	0,194	0,200	0,178	0,181
	3,101***	3,305***	3,299***	3,074***	3,072***	2,788***	2,818***	3,255***	3,230***	3,432***	3,473***
	0,416	0,427	0,427	0,419	0,431	0,393	0,416	0,417	0,407	0,436	0,444
	0,690***	0,818***	0,806***	0,708***	0,679***	0,708***	0,691***	0,640***	0,646***	0,937***	0,918***
	0,225	0,222	0,220	0,221	0,221	0,243	0,245	0,211	0,203	0,221	0,218
	0,635***	0,905***	0,922***	0,648***	0,638***	0,585**	0,537**	0,653***	0,631***	0,863***	0,860***
	0,212	0,197	0,198	0,204	0,191	0,246	0,244	0,215	0,211	0,184	0,174
Nº de observações	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364	364
R2	0,432	0,434	0,432	0,431	0,446	0,405	0,421	0,433	0,433	0,455	0,452
R2 ajustado	0,402	0,404	0,403	0,399	0,414	0,374	0,388	0,403	0,400	0,427	0,421
F (valor p)	1,44E-32	8,05E-33	1,16E-32	7,51E-32	3,31E-33	2,23E-29	3,75E-30	1,07E-32	1,26E-31	1,59E-35	5,37E-34

Nota: Tabela com os resultados da estimação OLS corrigida pela heterocedasticidade. Variáveis: Tobin Q: Indicador Tobin Q; ESG: *ESG risk score*; ESG\_ENV: *Environmental risk score*; ESG\_SOCIAL: *Social risk score*; M\_Charman: Mulheres diretoras do conselho de administração; M\_CEO: Mulheres diretoras executivas; Dual: Dualidade do conselho; BoardSize: Tamanho do conselho de administração; Lev: Grau de alavancagem; Liq: Liquidez da empresa; Nfun: Número de funcionários; PropInst: Propriedade Institucional; DespCap: Despesas de Capital; Idade: Antiguidade da empresa; Com\_Serv: Setor de Serviços de Comunicação; Cons\_Disc: Setor de Consumo Discricionário; Bens: Setor de bens de consumo básicos; Energia: Setor de Energia; Saúde: Setor de Cuidados com a Saúde; Indústria: Setor da Indústria; Materiais: Setor de Materiais; Imobiliário: Setor Imobiliário. \*\*\*, \*\* e \* refere-se ao facto de a variável ser estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria.

### 3.4 Discussão dos resultados

Em relação às hipóteses de investigação propostas nesta dissertação, a hipótese 1 sugeria uma relação negativa entre o *ESG risk score* (e suas subcomponentes) e a performance financeira. Para analisar a performance foram utilizadas duas medidas. No caso da performance financeira contabilística (medida pelo *ROA*), os resultados reportam a inexistência de evidências estatísticas significativas, quer para o *ESG risk score*, quer para cada um dos seus subcomponentes. No caso da performance de mercado (medida pelo Tobin Q), os resultados permitiram obter evidências de uma relação negativa entre o *ESG risk score* (bem como com o *Environmental risk score* e o *Social risk score*) e a performance. Todavia, não foi encontrada significância quanto aos efeitos da *Governance risk score* na performance.

Neste sentido, a relação negativa entre o *ESG risk score* (bem como com o *Environmental risk score* e o *Social risk score*) e a performance, significa supor que quanto maior o índice de risco *ESG*, *Environmental* ou *Social*, menor a performance. Assim, o índice cresce na medida em que as empresas não gerenciam os riscos *ESG* aos quais elas estão expostas, portanto, quanto mais as organizações investirem na gestão de riscos *ESG*, ambientais e sociais, melhor a performance.

A Hipótese 2 sugeria uma relação negativa entre o *ESG risk score* (e suas subcomponentes) e a performance financeira, quando a mulher em cargos de decisão fosse apresentada como variável moderadora. Qualquer que seja a medida de performance utilizada (*ROA* ou Tobin Q), os resultados não permitiram obter evidências de significância estatística desta relação quando a variável moderadora foi a presença da mulher como diretora do conselho de administração (*Mulher Chairman*). Todavia, considerando a presença da mulher no cargo de direção executiva, a hipótese de investigação é parcialmente corroborada. Assim, por um lado, foi verificada uma relação negativa entre o *ROA* e o *Social risk score*, porém esta relação mostra-se positiva quando comparada ao *Governance risk score*. Por outro lado, a *ESG* e o *Environmental risk score* não são relevantes para a performance medida pelo *ROA*. Por fim, foram encontradas evidências de uma relação negativa do *Social risk score*, e uma relação positiva do *ESG risk score* e do *Environmental risk score* com o Tobin Q. Também não existe significância da variável moderadora em relação ao *Governance risk score*.

Desta forma, ao contrário do esperado, a teoria da agência não justificou a adoção de iniciativas *ESG*, considerando a insignificância encontrada para a variável *Governance risk score* na maioria dos modelos. Esta, quando significativa, demonstrou uma relação positiva com a performance, sugerindo que um maior gerenciamento nos riscos relacionados a governança leva a uma diminuição da performance. Este resultado pode encontrar suporte em autores como Farooq e Masood (2016), que afirmam que a ausência de práticas *ESG* pode elevar o valor de mercado devido à percepção de menores custos e maiores retornos potenciais por parte dos investidores, que esperam ter retornos imediatos de seus investimentos (Lassala et al., 2021).

Consoante a teoria dos *stakeholders* (Saini et al., 2023), os resultados indicam que a implementação de práticas *ESG* (e das subcomponentes *Environmental* e *Social*), associadas a um menor risco *ESG*, atende às expectativas dos acionistas e outras partes interessadas, conforme mencionado

por Shakil et al. (2019). Este equilíbrio entre os interesses diversos favorece a organização, melhorando sua reputação no mercado, atraindo mais consumidores e assegurando prosperidade a longo prazo. Desta forma, contribui positivamente para o desempenho financeiro das empresas.

À luz da teoria da legitimidade, os resultados sugerem um alinhamento. Isso ocorre porque, quanto menor o índice de risco *ESG* (refletido também no *Environmental* e *Social risk scores*), mais a empresa demonstra seu compromisso com a responsabilidade corporativa, o que influencia diretamente a percepção da sociedade sobre a organização. Assim, a empresa evidencia que os benefícios proporcionados à comunidade superam os custos gerados (Mio et al., 2019), fortalecendo suas operações e reafirmando seu compromisso (León & Salesa, 2023a). Portanto, ao ser legitimada pela sociedade por adotar práticas *ESG*, espera-se que a empresa atraia mais consumidores e acionistas (Hunjra et al., 2024) e aumente sua prosperidade (Bofinger et al., 2022). As questões sociais também são potencializadas quando mulheres estão na liderança (Wu et al., 2023), o que direciona a empresa a ser bem-vista no mercado e na comunidade, levando-a a ser legitimada. Assim, a organização atrai não só mais consumidores, como também mais acionistas, melhorando sua performance financeira.

## Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação

Esta pesquisa estuda a relação entre o *ESG risk score* (indicador que mede os riscos sustentáveis, sociais e de governança não gerenciados pelas empresas) e a performance financeira. Considerando a importância do tema ainda e dado que ainda não foram esgotadas especificações, neste estudo empírico foi adicionado o estudo da presença da mulher em cargos de decisão (direção do conselho de administração e direção executiva). Ao reconhecer a crescente demanda por transparência, responsabilidade social e sustentabilidade nas práticas empresariais, a atual pesquisa vincula ao debate do *ESG* o impacto da liderança feminina, que tem se destacado na análise do posicionamento social das organizações, e que também se mostra uma peça importante na compreensão do *ESG* e da performance financeira das empresas.

A partir de uma análise sobre empresas americanas presentes no índice S&P500, com dados de risco *ESG* e financeiros de 2023, o estudo empírico permite perceber que um crescimento nos riscos *ESG*, *Environmental* e *Social* tem impacto negativo na performance medida pelo Tobin Q. Estes resultados também são encontrados por outros autores, como Bofinger et al. (2022) e Hsu e Chen (2024), que destacam a importância do *ESG* para a prosperidade da empresa e sua legitimidade

diante das partes interessadas, vinculando o gerenciamento do *ESG* com a teoria dos *stakeholders*. Conforme Saini et al. (2023), a adoção de medidas *ESG* mostra ser uma iniciativa para atender às expectativas de *shareholders* e demais partes interessadas, trazendo equilíbrio entre os interesses globais dos indivíduos, de modo a impactar positivamente a organização, através do melhoramento da sua visão perante o mercado, atração de mais consumidores e prosperidade a longo prazo. Além disso, Azmi et al. (2021) destaca a importância de investimentos serem realizados nos aspectos ambientais (*Environmental*), ao afirmar que estes são mais valorizadas por acionistas e detentores de títulos.

Quanto ao papel da mulher na gestão, os resultados mostram que as mulheres não têm um efeito relevante para a performance. No entanto, quando a mulher assume a função de diretora executiva, os resultados evidenciam que um aumento nos riscos Sociais afeta negativamente a performance financeira medida pelo Tobin Q e pelo *ROA*, corroborando com os resultados anteriores relacionados a importância da responsabilidade social corporativa, conforme Shakil et al. (2019).

Ainda, com a mulher na posição de *CEO*, os resultados sugerem uma relação positiva dos riscos *ESG* e *Environmental* na performance medida pelo Tobin Q e uma relação positiva do risco *Governance* na performance medida pelo *ROA*. Assim, quando o cargo de *CEO* é ocupado por uma mulher, o não gerenciamento dos riscos *ESG* e ambientais impactam positivamente o Tobin Q, e o não gerenciamento de riscos de governança impacta positivamente o *ROA*, reafirmando a visão de acionistas perante padrões de comportamento femininos abordados na literatura. Autores como Glass et al. (2016), Atchison e Down (2019) e Devine et al. (2024) consideram que as mulheres em cargos de decisão tendem a focar em investimentos relacionados com questões ambientais e sociais, muitas vezes em detrimento dos interesses de acionistas. Estes tendem a esperar retornos de curto prazo, o que contraria investimentos potencialmente direcionados em *ESG*, que tem retornos de longo prazo, conforme afirmam Pulino et al. (2022). Por isso, segundo Falzon e Micallef (2022), embora práticas robustas de *ESG* possam melhorar o retorno sobre ativos e o Tobin Q, a falta de tais práticas pode também aumentar o valor de mercado devido à percepção de menores custos e maiores retornos potenciais pelos investidores.

Desta forma, considerando as expectativas do mercado quanto ao comportamento feminino em cargos de decisão, é expectável que o gerenciamento destes riscos por parte das mulheres leve a uma diminuição da performance de mercado (com base no Tobin Q). Deste modo, o aumento do gerenciamento de questões *ESG* por parte de uma mulher soa negativo do ponto de vista do mercado, que espera que a empresa vá estar mais direcionada a aplicar o capital para estas questões do que para a rentabilidade em si.

Portanto, o presente trabalho indica, conforme esperado, que a adoção de medidas *ESG* (representando um menor índice de risco) está em linha com a teoria dos *stakeholders*. Conforme Saini et al. (2023), a adoção de medidas *ESG* mostra ser uma iniciativa para atender às expectativas de *shareholders* e demais partes interessadas, trazendo equilíbrio entre os interesses globais dos indivíduos, de modo a impactar positivamente a organização, através de melhoramento da sua visão

perante o mercado, atração de mais consumidores e prosperidade a longo prazo, melhorando também a performance financeira.

Ademais, estes resultados sugerem o esperado pela teoria da legitimidade. Isto porque, quanto menor o índice de risco *ESG*, mais a empresa mostra-se comprometida em atender a responsabilidade social, o que está diretamente relacionado a como a organização é vista perante a sociedade. Desta forma, a empresa mostra que os benefícios que promove à comunidade são maiores que os custos que ela gera, como mencionado por Mio et al. (2019), fortalecendo as operações e reforçando seu comprometimento social (León & Salesa, 2023a). Assim, ao ser legitimada perante a sociedade por adotar iniciativas *ESG*, a organização aumenta o número de consumidores, bem como de acionistas (Hunjra et al., 2024), o que eleva sua performance financeira. Ademais, o gerenciamento de questões sociais mostrou-se uma mais valia para as organizações estudadas nesta dissertação, podendo este ser um ponto focal para empresas que desejam se beneficiar de uma boa reputação perante o mercado, investidores e demais partes interessadas.

Neste sentido, a pesquisa permite perceber que existe grande complexidade ao analisar as questões de responsabilidade sustentável, social e de governança das empresas. Além de existir visões diferentes dos acionistas e dos consumidores, gerando uma necessidade de ponderação e equilíbrio em relação ao posicionamento da empresa, reforçada pela Teoria dos *Stakeholders*, a forma como a sociedade enxerga a figura que representa a empresa (no papel de *CEO*) pode gerar conclusões sem respaldo. Embora o gerenciamento de riscos *ESG* tenha se mostrado importante para a performance, a presença feminina na direção executiva parece contrariar esta tendência, devido aos estereótipos atribuídos ao seu comportamento.

Portanto, os resultados mostraram que a empresa pode colher benefícios ao investir no gerenciamento do *ESG*, sobretudo do indicador geral e *Environmental* frente ao mercado, e do indicador social frente a contabilidade. Como abordado por León e Salesa (2023b), uma empresa que adota ações de responsabilidade corporativa reforça o seu comprometimento em integrar pautas que garantam a inovação e a preocupação social diante da sociedade, aumentando as chances de ser legitimada por ela. Entretanto, recomenda-se que uma análise cautelosa e estratégica seja feita sobre quais fatores serão abordados e cobertos pelas empresas, de modo que possa trazer um equilíbrio entre os resultados positivos em relação à sociedade, investidores e resultados financeiros concretos.

O presente estudo teve algumas limitações. O indicador de risco *ESG*, bem como dos três pilares individualmente (E, S e G), só estão publicamente disponíveis para o ano de 2023, o que limitou análises mais abrangentes. Além disso, nem todas as empresas do S&P 500 apresentaram dados financeiros e de risco *ESG*, o que diminuiu a amplitude da pesquisa. Também, a falta de pesquisas sobre a presença da mulher na direção do conselho de administração em relação ao *ESG* e a performance financeira limitou maiores conclusões.

Assim, sugestões de investigações futuras envolvem uma análise longitudinal do indicador de risco *ESG*, bem como de suas subcomponentes. Uma análise do gerenciamento de riscos *ESG* ao longo

do tempo mostra-se importante para perceber mudanças em relação a ponderação entre a exposição e a gestão de riscos *ESG* nas organizações. Além disso, estudos sobre a mulher na direção do conselho de administração e sua relação com questões ambientais, sociais e de governança e/ou com a performance financeira mostra-se uma mais valia, ampliando as investigações referentes a diversidade de gênero e ao impacto da mulher *Chairman* nas empresas.

## Referências Bibliográficas

- Abedin, S. H., Haque, H., Shahjahan, T., & Kabir, M. N. (2022). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from an Emerging Economy. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 567. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120567>
- Aboramadan, M., & Borgonovi, E. (2016). Strategic Management Practices As a Key Determinant Of Superior Non-Governmental Organizations Performance. *Problems of Management in the 21st Century*, 11(2), 71–92. <https://doi.org/10.33225/pmc/16.11.71>
- Aggarwal, P. (2013). Sustainability Reporting and its Impact on Corporate Financial Performance: A Literature Review. *Indian Journal of Commerce and Management Studies*, 4(3), 51–59. <https://ijcms.in/index.php/ijcms/article/view/484>
- Akanfe, S. K., Michael, S. O., & Bose, A. D. (2017). Determinant of Corporate Social Responsibility Disclosure in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 7(7). <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v7-i7/3122>
- Akben Selcuk, E., & Kiyamaz, H. (2017). Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market. *Accounting and Finance Research*, 6(4), 42. <https://doi.org/10.5430/afr.v6n4p42>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Atchison, A. L., & Down, I. (2019). The Effects of Women Officeholders on *Environmental Policy*. *Review of Policy Research*, 36(6), 805–834. <https://doi.org/10.1111/ropr.12346>
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463. <https://doi.org/10.5465/256210>
- Azam, W., Khan, I., & Ali, S. A. (2023). Alternative energy and natural resources in determining *Environmental sustainability*: a look at the role of government final consumption expenditures in France. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(1), 1949–1965. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-22334-z>
- Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101277>
- Banahan, C., & Hasson, G. (2018). *Across the Board Improvements: Gender Diversity and ESG Performance*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/06/across-the-board-improvements-gender-diversity-and-ESG-performance/>
- Barauskaite, G., & Streimikiene, D. (2021). Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and assessment methods. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 278–287. <https://doi.org/10.1002/RSC.2048>
- Basdekis, C., Katsampoxakis, I., & Anathreptakis, K. (2023). Women's Participation in Firms' Management and Their Impact on Financial Performance: Pre-COVID-19 and COVID-19 Period Evidence. *Sustainability*, 15(11), 8686. <https://doi.org/10.3390/su15118686>
- Benedicto, S. C. de, Rodrigues, A. C., & Penido, A. M. da S. (2008). Surgimento e evolução da responsabilidade social empresarial: uma reflexão teórico-analítica. Em *Ética, Responsabilidade Social e Governança Corporativa* (Vol. 28). Alínea.

- Bhasin, M. L., & Shaikh, J. M. (2013). Economic value added and *shareholders'* wealth creation: the portrait of a developing Asian country. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 5(2), 107. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2013.053208>
- Biehl, H., Bleibtreu, C., & Stefani, U. (2024). The real effects of financial reporting: Evidence and suggestions for future research. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 54, 100594. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2023.100594>
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., & Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106322. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106322>
- Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2012). What Motivates Corporate Managers to Make Socially Responsible Investments? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2171916>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Candio, P. (2024). The effect of ESG and RSC attitude on financial performance in Europe: A quantitative re-examination. *Journal of Environmental Management*, 354, 120390. <https://doi.org/10.1016/J.JENVMAN.2024.120390>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility. *Business & Society*, 38(3), 268–295. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Cohen, G. (2023). The impact of ESG risks on corporate value. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 60(4), 1451–1468. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01135-6>
- Cong-Duc Tran, Ly Pham T. Minh, & Jo-Yu Wang. (2021). The Influence of Female Leadership Towards Performance: Evidence from Western European Financial Firms. *International Journal of Business and Society*, 22(2), 513–531. <https://doi.org/10.33736/ijbs.3731.2021>
- Crouhy, M., Galai, D., & Mark, R. (2013). *The Essentials of Risk Management*.
- Daryaei, A. A., & Fattahi, Y. (2020). The asymmetric impact of institutional ownership on firm performance: panel smooth transition regression model. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1191–1203. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0254>
- De Benedicto, S. C. (2002). A Responsabilidade Social das Empresas: uma relação estreita com a educação. *UFLA/DED*.
- Deegan, C. (2000). *Financial Accounting Theory*. Em *Beijing: Mc Graw Hill*.
- Devine, A., Jolin, I., Kok, N., & Yönder, E. (2024). How Gender Diversity Shapes Cities: Evidence from Risk Management Decisions in REITs. *Journal of Business Ethics*, 189(4), 723–741. <https://doi.org/10.1007/s10551-023-05563-1>
- Dhingra, B., Aggarwal, V., Saini, M., Kumar, P., & Yadav, M. (2023). ESG and financial variables: a systematic review. *International Journal of Law and Management*, 65(6), 663–682. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-02-2023-0033>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

- Emeka-Nwokeji, N., Nwannekalecturer, O., & N, A. (2021). *Board Attributes and Sustainability Disclosure of Quoted Companies in the Building Material Sub-Sector of Nigeria of the Creative Commons Attribution License (CC BY 4.0)*. 6, 877–885.
- Falzon, J., & Micallef, R. (2022). ESG Factors: How Are Stock Returns, Operating Performance, and Firm Value Impacted? *Review of Economics and Finance*, 20, 144–153. <https://doi.org/10.55365/1923.x2022.20.16>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327–349.
- Farooq, M. A., & Masood, A. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9).
- Feng, H., Liu, Z., Wu, J., Iqbal, W., Ahmad, W., & Marie, M. (2022). Nexus between Government spending's and Green Economic performance: Role of green finance and structure effect. *Environmental Technology & Innovation*, 27, 102461. <https://doi.org/10.1016/j.eti.2022.102461>
- Fontoura, N., Rezende, M., & Querino, A. C. (2020). *Beijing +20 : avanços e desafios no Brasil contemporâneo* (F. Natália, M. Rezende, & A. C. Querino, Eds.; IPEA). IPEA. <https://doi.org/10.38116/lv978-65-5635-010-3>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder appROAch*. Cambridge university press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Zyglidopoulos, S. (2018). *Stakeholder Theory*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781108539500>
- Friedman, M. (2007). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. Em *Corporate Ethics and Corporate Governance* (pp. 173–178). Springer Berlin Heidelberg. [https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6\\_14](https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14)
- Fu, H.-J., & Ho, S.-Y. (2014). Corporate social responsibility and corporate Governance impact on finance performance. *Acta Oeconomica*, 64(Supplement-2), 69–77. <https://doi.org/10.1556/aoecon.64.2014.suppl.6>
- Glass, C., Cook, A., & Ingersoll, A. R. (2016). Do Women Leaders Promote Sustainability? Analyzing the Effect of Corporate Governance Composition on Environmental Performance. *Business Strategy and the Environment*, 25(7), 495–511. <https://doi.org/10.1002/bse.1879>
- Greene, D., Intintoli, V. J., & Kahle, K. M. (2020). Do board gender quotas affect firm value? Evidence from California Senate Bill No. 826. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101526. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101526>
- Gupta, S., Sukhmani, & Kalra, N. (2012). Impact of Corporate Social Responsibility on SMEs in India. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 8(2), 133–143. <https://doi.org/10.1177/2319510X1200800206>
- Gyan, C., Malik, M., & Siddique, A. (2022). Barriers to the participation of women in community development process in rural Ghana: a regression analysis. *Development in Practice*, 32(4), 448–459. <https://doi.org/10.1080/09614524.2021.1937541>
- Han, J.-J., Kim, H. J., & Yu, J. (2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1(1), 61–76. <https://doi.org/10.1186/s41180-016-0002-3>
- Herdinata, C., Pranatasari, F. D., & Santoso, W. (2024). Factors affecting financial performance in companies based on big data analytics. *Uncertain Supply Chain Management*, 12(1), 159–166. <https://doi.org/10.5267/j.uscm.2023.10.008>

- Hsu, B.-X., & Chen, Y.-M. (2024). Does corporate social responsibility influence performance persistence? A signal extraction approach with evidence from Fortune 500 companies. *Technological Forecasting and Social Change*, 200, 123154. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.123154>
- Hunjra, A. I., Jebabli, I., Thrikawala, S. S., Alawi, S. M., & Mehmood, R. (2024). How do corporate Governance and corporate social responsibility affect credit risk? *Research in International Business and Finance*, 67, 102139. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102139>
- Informa. (2023). *Presença feminina nas empresas em Portugal*. [https://blog.informadb.pt/wp-content/uploads/2023/03/20230308\\_InformaDB\\_EstudoPresencaFemininaNasEmpresas.pdf](https://blog.informadb.pt/wp-content/uploads/2023/03/20230308_InformaDB_EstudoPresencaFemininaNasEmpresas.pdf)
- Jayachandran, S. (2015). The Roots of Gender Inequality in Developing Countries. *Annual Review of Economics*, 7(1), 63–88. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080614-115404>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1998). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Kergoat, D. (2009). Divisão sexual do trabalho e relações sociais de sexo. Em H. Hirata, F. Laborie, H. Doaré, & D. Senotier (Eds.), *Dicionário crítico do feminismo* (UNESP).
- Khaskheli, A., Jiang, Y., Raza, S. A., Qureshi, M. A., Khan, K. A., & Salam, J. (2020). Do RSC activities increase organizational citizenship behavior among employees? Mediating role of affective commitment and job satisfaction. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2941–2955. <https://doi.org/10.1002/RSC.2013>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons.
- Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50–58. <https://doi.org/10.1111/jacf.12346>
- Kumar, S. (2023). A review ESG Performance as a measure of stakeholders theory. *Academy of Marketing Studies Journal*, 27, 1–18.
- La Rocca, M., Fasano, F., La Rocca, T., & Neha, N. (2024). Women in CEO duality and firm performance in Europe. *Journal of Management and Governance*, 28(1), 177–214. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09669-6>
- Lassala, C., Orero-Blat, M., & Ribeiro-Navarrete, S. (2021). The financial performance of listed companies in pursuit of the Sustainable Development Goals (SDG). *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 427–449. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1877167>
- Le, T. N., Le, L. H., Duong, B. T., Hoang, A. T. T., Tran, V. T. T., & Nguyen, T. T. T. (2022). The influence of female leadership on the cash holdings of listed companies in Vietnam. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 9(8), 55–64. <https://doi.org/10.21833/ijaas.2022.08.007>
- León, R., & Salesa, A. (2023a). Is sustainability reporting disclosing what is relevant? Assessing materiality accuracy in the Spanish telecommunication industry. *Environment, Development and Sustainability*. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03537-x>
- León, R., & Salesa, A. (2023b). Is sustainability reporting disclosing what is relevant? Assessing materiality accuracy in the Spanish telecommunication industry. *Environment, Development and Sustainability*. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03537-x>

- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>
- Lindblom, C. K. (1994). The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. *Critical Perspectives on Accounting Conference*.
- Liu, B., Ju, T., & Gao, S. S. S. (2021). The combined effects of innovation and corporate social responsibility on firm financial risk. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 32(3), 283–310. <https://doi.org/10.1111/jifm.12135>
- Madaleno, M., Vieira, E., Lobão, J., & Armada, M. R. (2019). *Princípios de Finanças Instrumentos Financeiros: Teoria e Prática*.
- Mahajan, R., Lim, W. M., Sareen, M., Kumar, S., & Panwar, R. (2023). Stakeholder theory. *Journal of Business Research*, 166, 114104. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.114104>
- Makkonen, H., Pohjola, M., Olkkonen, R., & Koponen, A. (2014). Dynamic capabilities and firm performance in a financial crisis. *Journal of Business Research*, 67(1), 2707–2719. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.03.020>
- Martiningo Filho, A., Lima, A. K. de, Pereira, V. A. dos S., & Botelho, D. R. (2023). Principais divergências nas métricas ESG e seus impactos nos ratings dos bancos brasileiros. *Redeca, Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos*, 10, e58663. <https://doi.org/10.23925/2446-9513.2023v10id58663>
- Matias, E. F. (2014). *A humanidade contra as cordas: A luta da sociedade global pela sustentabilidade*. Paz e Terra.
- McKinsey & Company. (2015). *The power of parity: How advancing women's equality can add \$12 trillion to global growth*. [https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/public%20and%20social%20sector/our%20insights/how%20advancing%20womens%20equality%20can%20add%2012%20trillion%20to%20global%20growth/mgi%20power%20of%20parity\\_full%20report\\_september%202015.pdf](https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/public%20and%20social%20sector/our%20insights/how%20advancing%20womens%20equality%20can%20add%2012%20trillion%20to%20global%20growth/mgi%20power%20of%20parity_full%20report_september%202015.pdf)
- Mendiratta, A., Shveta, S., Yadav Surendra, S., & Arvind, M. (2023). When do ESG controversies reduce firm value in India? *Global Finance Journal*, 55, 100809. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100809>
- Menezes, G. (2019). Impact of RSC Spending on firm's financial performance. *International Journal of Advance Research, Ideas and Innovations in Technology*, 5(2).
- Mio, C., Fasan, M., & Costantini, A. (2019). Materiality in integrated and sustainability reporting: A paradigm shift? *Business Strategy and the Environment*, 29(1), 306–320. <https://doi.org/10.1002/bse.2390>
- Monteiro, A. P., García-Sánchez, I.-M., & Aibar-Guzmán, B. (2022). Labour Practice, Decent Work and Human Rights Performance and Reporting: The Impact of Women Managers. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 523–542. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04913-1>
- Motta, F. C. P., & Vasconcelos, I. G. de. (2015). *Teoria Geral da Administração* (3.<sup>a</sup> ed.). Cengage Learning.
- Munisi, G. H. (2023). Does nationality and gender of the board members influence corporate Governance compliance? Evidence from selected Sub-Saharan Africa countries. *SN Business & Economics*, 3(12), 207. <https://doi.org/10.1007/s43546-023-00590-6>

- Nadeem, M., Bahadar, S., Zaman, R., & Farooq, M. B. (2021). Does organisational capital influence *Environmental* strategies? Evidence from *Environmental* innovation. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 4121–4135. <https://doi.org/10.1002/bse.2860>
- Nenavani, J., Prasuna, A., Siva Kumar, S. N. V., & Kasturi, A. (2024). ESG measures and financial performance of logistics companies. *Letters in Spatial and Resource Sciences*, 17(1), 5. <https://doi.org/10.1007/s12076-023-00358-4>
- Niu, B. (2024). Government *Environmental* protection expenditure and national ESG performance: Global evidence. *Innovation and Green Development*, 3(2), 100117. <https://doi.org/10.1016/j.igd.2023.100117>
- Okafor, A., Adeleye, B. N., & Adusei, M. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from U.S tech firms. *Journal of Cleaner Production*, 292, 126078. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126078>
- Os Princípios de Governança das Empresas, Organização para a cooperação e o desenvolvimento econômico (2004).
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Patten, D. M. (1992). Intra-industry *Environmental* disclosures in response to the Alaskan oil spill: A note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17(5), 471–475. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90042-Q](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90042-Q)
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185–205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Pinheiro, C. da R. P., & Da Costa, N. S. (2022). Os desafios do ESG: uma leitura a partir da teoria da agência. *Revista Semestral de Direito Empresarial*.
- Porter, M., & Kramer, M. (2007). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard business review*, 84, 78–92, 163.
- Pramono, C., & Nasih, M. (2022). The Effect of Gender Diversity in The Boardroom and Company Growth on *Environmental*, Social, and Governance Disclosure (ESGD). *Journal of Accounting and Investment*, 23(3), 460–477. <https://doi.org/10.18196/jai.v23i3.14402>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Pulino, C. S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability*, 14(13), 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Quazi, A. M. (1997). Corporate Social Responsibility In Diverse Environments: A Comparative Study of Managerial Attitudes in Australia and Bangladesh. *Business & Professional Ethics Journal*, 16(4), 67–84. <http://www.jstor.org/stable/27801041>
- Quick, R., & Inwinkl, P. (2020). Assurance on RSC reports: impact on the credibility perceptions of non-financial information by bank directors. *Meditari Accountancy Research*, 28(5), 833–862. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-10-2019-0597>
- Raza, A., Farrukh, M., Iqbal, M. K., Farhan, M., & Wu, Y. (2021). Corporate social responsibility and employees' voluntary pro-*Environmental* behavior: The role of organizational pride

- and employee engagement. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(3), 1104–1116. <https://doi.org/10.1002/RSC.2109>
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>
- Saeed, A., Alnori, F., & Yaqoob, G. (2023). Corporate social responsibility, industry concentration, and firm performance: Evidence from emerging Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 64, 101864. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101864>
- Saini, M., Dhingra, B., & Yadav, M. (2023). ESG risk and financial performance of the Indian financial firms. *International Journal of Governance and Financial Intermediation*, 1(4), 304–314. <https://doi.org/10.1504/IJGFI.2023.131480>
- Sajjad, S., & Rashid, K. (2015). The relationship between board diversity and firm performance: Evidence from the banking sector in Pakistan. *IUP Journal of Corporate Governance*, 14(3), 25–47.
- Schaltegger, S., Hörisch, J., & Freeman, R. E. (2019). Business Cases for Sustainability: A Stakeholder Theory Perspective. *Organization & Environment*, 32(3), 191–212. <https://doi.org/10.1177/1086026617722882>
- Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do *Environmental*, social and *Governance* performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(6), 1331–1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>
- Sharpe, E., Ruerpert, A., van der Werff, E., & Steg, L. (2022). Corporate *Environmental* responsibility leads to more pro-*Environmental* behavior at work by strengthening intrinsic pro-*Environmental* motivation. *One Earth*, 5(7), 825–835. <https://doi.org/10.1016/j.oneear.2022.06.006>
- Shobhwani, K., & Lodha, S. (2023). Impact of *ESG risk scores* on Firm Performance: An Empirical Analysis of NSE-100 Companies. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 19(1), 7–18. <https://doi.org/10.1177/2319510X231170910>
- Steiner, G., & Miner, J. (1981). *Política e Estratégia Administrativa*. Interciência.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Sustainalytics. (2024). *Sustainalytics ESG Risk Ratings Brochure*.
- Suttipun, M. (2023). The Impact of *Environmental*, Social and *Governance* (ESG) Reporting and Female Board Members on Financial Performance: Evidence from Thailand. *Journal of Accounting Profession*.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wazzan, C. P. (1999). The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott. *The Journal of Business*, 72(1), 35–89. <https://doi.org/10.1086/209602>
- Tiscini, R., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2023). Female CEOs and firm performance during COVID-19 pandemic: An empirical analysis of Italian-listed firms. *Journal of General Management*. <https://doi.org/10.1177/03063070231199993>
- UNESCO. (2020). *Measures to promoting gender equality in the cultural and creative sectors*. UNESCO. <https://www.unesco.org/creativity/en/policy-monitoring-platform/measures-promoting-gender-equality-cultural-and-creative-sectors>

- UNIDO. (2015). *What is RSC? What is RSC?* <https://www.unido.org/our-focus/advancing-economic-competitiveness/competitive-trade-capacities-and-corporate-responsibility/corporate-social-responsibility-market-integration/what-RSC>
- United Nations. (2023a). *Goal 5: Achieve gender equality and empower all women and girls*. Sustainable Development Goals. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/gender-equality/>
- United Nations. (2023b). *The Sustainable Development Goals Report Special edition 2023*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/gender-equality/>
- United Nations. (2023c, Agosto). *What is a goal 5 - Gender Quality*. Sustainable Development Goals. [https://www.un.org/sustainabledevelopment/wp-content/uploads/2023/09/Goal-5\\_Fast-Facts.pdf](https://www.un.org/sustainabledevelopment/wp-content/uploads/2023/09/Goal-5_Fast-Facts.pdf)
- Unsworth, K. L., Davis, M. C., Russell, S. V., & Bretter, C. (2021). Employee green behaviour: How organizations can help the environment. *Current Opinion in Psychology*, *42*, 1–6. <https://doi.org/10.1016/j.copsyc.2020.12.006>
- Uyar, A., Kuzey, C., Kilic, M., & Karaman, A. S. (2021). Board structure, financial performance, corporate social responsibility performance, RSC committee, and CEO duality: Disentangling the connection in healthcare. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, *28*(6), 1730–1748. <https://doi.org/10.1002/RSC.2141>
- Valencia, D. C., Jiménez, E. J. S., & Osorio, M. C. Á. (2023). Análisis bibliométrico de la relación entre la responsabilidad empresarial y el desempeño financiero. *Revista Virtual Universidad Católica del Norte*, *68*, 188–216. <https://doi.org/10.35575/rvucn.n68a9>
- Vásquez-Ordóñez, L. R., Lassala, C., Ulrich, K., & Ribeiro-Navarrete, S. (2023). The impact of corporate social responsibility on the financial performance of renewable energy firms. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, *36*(2). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2174152>
- Vaz, D. V. (2013). O teto de vidro nas organizações públicas: evidências para o Brasil. *Economia e Sociedade*, *22*(3), 765–790. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182013000300007>
- Vilas, P., Andreu, L., & Serrano-Cinca, C. (2024). The limited role of sustainability in mutual fund investor decisions: A machine learning appROAch. *Expert Systems with Applications*, *247*, 123288. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2024.123288>
- Volschenk, J., Ungerer, M., & Smit, E. (2016). Creation and appropriation of socio-Environmental value in coopetition. *Industrial Marketing Management*, *57*, 109–118. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2016.05.026>
- Vu, M.-C., Phan, T. T., & Le, N. T. (2018). Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. *Research in International Business and Finance*, *45*, 512–528. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.002>
- Wang, F., Zhang, Z., Ho, L. C. J., & Usman, M. (2023). CFO gender and financial statement comparability. *Pacific-Basin Finance Journal*, *80*, 102100. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102100>
- Wei, Z., Liu, Y., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, *28*, 169–184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- Wen, Q., Wu, Y., & Long, J. (2021). Influence of Ethical Leadership on Employees' Innovative Behavior: The Role of Organization-Based Self-Esteem and Flexible Human Resource Management. *Sustainability*, *13*(3), 1359. <https://doi.org/10.3390/su13031359>

- Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and *Environmental social Governance* metrics. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 619–637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>
- Wright, P., & Ferris, S. P. (1997). Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal*, 18(1), 77–83. <http://www.jstor.org/stable/3088196>
- Wu, Z., Lin, S., Chen, T., Luo, C., & Xu, H. (2023). Does effective corporate *Governance* mitigate the negative effect of *ESG* controversies on firm value? *Economic Analysis and Policy*, 80, 1772–1793. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.11.018>
- Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2000). *Eva And Value Based Management A Practical Guide To Implementation*.
- Zwicker, M. V., Bosshard, A., & Brick, C. (2022). Organizations can make a real impact on sustainable development. *One Earth*, 5(7), 751–753. <https://doi.org/10.1016/j.oneear.2022.06.007>