



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CARIRI
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

STEPHANY COELHO INÁCIO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E VALOR
DE MERCADO: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

JUAZEIRO DO NORTE - CE

2026

STEPHANY COELHO INÁCIO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E VALOR
DE MERCADO: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso de Ciências Contábeis apresentado ao Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Cariri, como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof. Dra. Sabrina Ribeiro de Almeida.

JUAZEIRO DO NORTE - CE

2026

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Cariri
Sistema de Bibliotecas

I35g Inácio, Stephany Coelho.

Governança corporativa, sustentabilidade empresarial e valor de mercado: uma análise das empresas brasileiras listadas na B3 / Stephany Coelho Inácio. – 2026.
36 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Cariri, Juazeiro do Norte, CE, 2026.

Orientadora: Profa. Dra. Sabrina Ribeiro de Almeida.

1. Ciências contábeis. 2. Governança corporativa. 3. Sustentabilidade empresarial.
4. Valor de mercado. 5. ESG (Meio ambiente, social e governança). 6. B3 (Bolsa de valores). I. Almeida, Sabrina Ribeiro de (Orient.). II. Universidade Federal do Cariri.
III. Título.

CDD 657

STEPHANY COELHO INÁCIO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E VALOR
DE MERCADO: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso de Ciências Contábeis apresentado ao Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Cariri, como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof. Dra. Sabrina Ribeiro de Almeida.

BANCA EXAMINADORA

Profª. Dra. Sabrina Ribeiro de Almeida.
(Orientadora/Universidade Federal do Cariri (UFCA))

Profª. Dra. Polyandra Zampiere P. da Silva
Universidade Federal do Cariri (UFCA)

Prof. Dr. Paulo Henrique Leal
Universidade Estadual do Cariri (URCA)

JUAZEIRO DO NORTE, 02 DE ABRIL DE 2026

Dedico este trabalho, de forma especial, à minha mãe e à minha irmã, bem como a todos os demais membros da minha família, que sempre me apoiaram e acreditaram em mim. A Deus, por ter me abençoado e me fortalecido a cada dia.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, por me conceder saúde, força e sabedoria ao longo de toda essa caminhada, iluminando meus passos e tornando possível a realização deste trabalho.

À Universidade Federal do Cariri, pela formação acadêmica, oportunidades oferecidas e por proporcionar o ambiente necessário para o desenvolvimento deste trabalho.

À minha orientadora, Profa. Dra. Sabrina Ribeiro de Almeida, pela dedicação, orientação segura, paciência e valiosas contribuições, fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

Aos membros da minha banca avaliadora, pela disponibilidade, atenção e pelas importantes considerações que contribuíram para o aprimoramento desta pesquisa.

À minha família, expresso minha profunda gratidão pelo amor, apoio incondicional, paciência e incentivo em todos os momentos, sendo a base que me sustentou durante essa jornada.

A todos que, direta ou indiretamente, fizeram parte desta conquista, o meu sincero agradecimento.

Toda a nossa ciência, comparada com a realidade, é primitiva e infantil — e, no entanto, é a coisa mais preciosa que temos.

Albert Einstein.

RESUMO

A crescente integração dos critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) às estratégias corporativas tem redefinido os padrões de avaliação de ativos e a percepção de risco no mercado financeiro global. Nesse contexto, tem como objetivo analisar a relação entre fatores ESG, representados pelas práticas de governança corporativa e pela participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. A pesquisa caracteriza-se como quantitativa, de natureza descritiva, utilizando dados em painel de 1.739 observações referentes a 306 empresas no período de 2020 a 2024, esse recorte temporal justifica-se pela maior disponibilidade de dados sobre ESG e governança, especialmente no período pós-pandemia, marcado por maior atenção à gestão de riscos e sustentabilidade corporativa. O modelo econométrico foi estimado por meio de regressão linear múltipla. Os resultados indicam que a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) apresenta relação positiva e estatisticamente significativa com o valor de mercado, sugerindo que empresas com práticas estruturadas de sustentabilidade tendem a ser mais valorizadas pelo mercado, possivelmente em razão da redução de riscos, do fortalecimento da reputação corporativa e da maior confiança por parte dos investidores. Em relação aos indicadores de governança corporativa, os resultados mostram-se heterogêneos, com parte das variáveis não apresentando significância estatística e outras evidenciando associação negativa com o valor das empresas, indicando a complexidade dessa relação no contexto brasileiro. De modo geral, os achados sugerem que a sustentabilidade empresarial constitui um fator relevante na geração de valor, enquanto os efeitos da governança corporativa dependem dos mecanismos analisados e de sua efetividade.

Palavras-chave: Governança corporativa; sustentabilidade empresarial; valor de mercado; ESG; B3.

ABSTRACT

The growing integration of environmental, social, and governance (ESG) criteria into corporate strategies has redefined asset valuation standards and risk perception in the global financial market. In this context, the present study aims to analyze the relationship between ESG factors—represented by corporate governance practices and participation in the Corporate Sustainability Index (ISE)—and the market value of Brazilian companies listed on B3. This research is quantitative and descriptive in nature, using panel data comprising 1,739 observations from 306 companies over the period from 2020 to 2024. This time frame is justified by the greater availability of ESG and governance data, especially in the post-pandemic period, marked by increased attention to risk management and corporate sustainability. The econometric model was estimated using multiple linear regression. The results indicate that participation in the Corporate Sustainability Index (ISE) has a positive and statistically significant relationship with market value, suggesting that companies with structured sustainability practices tend to be more highly valued by the market, possibly due to reduced risks, enhanced corporate reputation, and increased investor confidence. Regarding corporate governance indicators, the results are heterogeneous: some variables show no statistical significance, while others exhibit a negative association with firm value, indicating the complexity of this relationship in the Brazilian context. Overall, the findings suggest that corporate sustainability is a relevant factor in value creation, while the effects of corporate governance depend on the mechanisms analyzed and their effectiveness.

Keywords: Corporate governance; corporate sustainability; market value; ESG; B3.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Descrição das variáveis da pesquisa	24
---	-----------

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis do estudo.....	26
Tabela 2 – Matriz de correlação de Pearson	27
Tabela 3 – Resultados da regressão linear múltipla para o valor de mercado	29

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICBGC	Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa
IGA	Índice Geral de Governança
IGCA	Índice de Conselho de Administração
IGD	Índice de Divulgação
IGECI	Índice de Estrutura de Controle e Incentivos
IGOFC	Índice de Organização e Funcionamento do Conselho
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ROA	<i>Return on Assets</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
2 REVISÃO DA LITERATURA	16
2.1 ESG, Governança Corporativa e Desempenho Empresarial	16
2.2 Limitações e Desafios da Governança e Sustentabilidade no Brasil.....	19
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	21
3.1 Modelo econométrico	25
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	26
4.1 Estatísticas descritivas.....	26
4.2 Resultados da regressão	28
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	32
REFERÊNCIAS	34

Governança corporativa, sustentabilidade empresarial e valor de mercado: uma análise das empresas brasileiras listadas na B3

RESUMO

A crescente integração dos critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) às estratégias corporativas tem redefinido os padrões de avaliação de ativos e a percepção de risco no mercado financeiro global. Nesse contexto, o presente estudo tem como objetivo analisar a relação entre fatores ESG, representados pelas práticas de governança corporativa e pela participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. A pesquisa caracteriza-se como quantitativa, de natureza descritiva, utilizando dados em painel de 1.739 observações referentes a 306 empresas no período de 2020 a 2024, esse recorte temporal justifica-se pela maior disponibilidade de dados sobre ESG e governança, especialmente no período pós-pandemia, marcado por maior atenção à gestão de riscos e sustentabilidade corporativa. O modelo econométrico foi estimado por meio de regressão linear múltipla. Os resultados indicam que a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) apresenta relação positiva e estatisticamente significativa com o valor de mercado, sugerindo que empresas com práticas estruturadas de sustentabilidade tendem a ser mais valorizadas pelo mercado, possivelmente em razão da redução de riscos, do fortalecimento da reputação corporativa e da maior confiança por parte dos investidores. Em relação aos indicadores de governança corporativa, os resultados mostram-se heterogêneos, com parte das variáveis não apresentando significância estatística e outras evidenciando associação negativa com o valor das empresas, indicando a complexidade dessa relação no contexto brasileiro. De modo geral, os achados sugerem que a sustentabilidade empresarial constitui um fator relevante na geração de valor, enquanto os efeitos da governança corporativa dependem dos mecanismos analisados e de sua efetividade.

Palavras-chave: Governança corporativa; sustentabilidade empresarial; valor de mercado; ESG; B3.

1 INTRODUÇÃO

A agenda ESG (Environmental, Social and Governance) refere-se ao conjunto de critérios ambientais, sociais e de governança utilizados para avaliar riscos, práticas e transparência corporativa. Esses critérios são aplicados de forma ampla no ambiente organizacional, sendo relevantes tanto para o mercado de capitais quanto para a gestão empresarial e para a relação das organizações com seus diversos *stakeholders*. Diferentemente do avanço de legislações ambientais, associado ao cumprimento regulatório, o ESG consolidou-se mais recentemente como um referencial de análise voltado à divulgação de informações e à avaliação comparável do desempenho nessas dimensões, em resposta à demanda por

organizações mais transparentes, responsáveis e orientadas ao longo prazo (Mazzioni et al., 2023).

A partir dessa perspectiva, a literatura tem buscado compreender de que forma as dimensões ambientais e sociais do ESG se articulam a esses mecanismos de governança, influenciando tanto a imagem corporativa quanto os resultados econômicos, especialmente em mercados caracterizados por maior assimetria informacional (Stange & Toporoski, 2024; Okamoto, 2022). Apesar desse avanço, não há consenso quanto à intensidade e à consistência dos efeitos do ESG no desempenho empresarial. Enquanto alguns estudos apontam associações positivas entre práticas ESG e indicadores de rentabilidade e valor de mercado (Biehler, 2023; Ribeiro & Souza, 2023), outros evidenciam resultados divergentes ou estatisticamente não significativos (Ferreira & Malanski, 2023; Souza, Martins & Carvalho, 2025).

Além disso, práticas superficiais de adesão ao ESG, frequentemente motivadas por pressões externas, têm gerado preocupações relacionadas ao risco de *greenwashing* e à perda de credibilidade institucional (Braga et al., 2023). Esse cenário evidencia que, embora o ESG possa contribuir para a geração de valor e para o aumento da confiabilidade no mercado, seus efeitos dependem da natureza da implementação dessas iniciativas, reforçando a governança como elemento estruturante desse processo (Siqueira da Silva et al., 2022; Meneghel; Kieling; Degenhart, 2023).

Nesse contexto, as práticas de governança corporativa e sustentabilidade empresarial passaram a ganhar relevância crescente no debate acadêmico e corporativo, refletindo um contexto de transformações no mercado global e na sociedade (Okamoto, 2022). No Brasil, esse movimento foi fortalecido por marcos institucionais, como a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999, e por normas regulatórias da Comissão de Valores Mobiliários como a Instrução CVM nº 586/2017, voltadas à consolidação de padrões de divulgação e de práticas de governança nas companhias abertas.

O fortalecimento da governança corporativa é justificado pela necessidade de mitigar conflitos de agência, promover maior alinhamento entre acionistas, gestores e demais *stakeholders*, além de ampliar a credibilidade das informações prestadas ao mercado (Schnorrenberger, 2012; Carreiro et al., 2021). Nesse sentido, a literatura brasileira indica que mecanismos de governança corporativa podem contribuir positivamente para o desempenho financeiro e para o valor de mercado das organizações, ao reforçar práticas de transparência, controle e monitoramento (Ribeiro & Souza, 2023; Carreiro et al., 2021).

Diante desse cenário, o presente estudo tem como objetivo analisar a relação entre práticas de ESG, representadas pelos indicadores de governança corporativa e pela participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. Tal propósito justifica-se pelo fato de a associação entre práticas ESG e desempenho financeiro tem sido amplamente investigada na literatura, contudo, os resultados empíricos ainda se mostram divergentes, especialmente no contexto de mercados emergentes como o brasileiro (Ribeiro & Souza, 2023; Ferreira & Malanski, 2023; Souza, Martins & Carvalho, 2025).

Essas divergências indicam que a simples adoção de práticas ambientais e sociais pode não ser suficiente para a geração consistente de valor, sugerindo a presença de fatores condicionantes que influenciam essa relação. Nesse contexto, a governança corporativa emerge como um elemento estruturante capaz de assegurar a credibilidade das informações divulgadas, mitigar conflitos de agência e alinhar os interesses entre gestores, acionistas e demais *stakeholders* (Almeida et al., 2021; Siqueira da Silva et al., 2022). Embora componha o escopo do ESG, sua análise de forma agregada pode mascarar seus efeitos específicos, justificando sua abordagem analítica separada e como variável moderadora da relação entre práticas ambientais e sociais e desempenho financeiro (Giannopoulos et al., 2022; Macedo et al., 2022).

O trabalho está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção apresenta o referencial teórico, destacando os conceitos e as principais evidências empíricas sobre ESG, governança corporativa e desempenho. A terceira seção descreve a metodologia empregada. A quarta seção expõe os resultados da análise e a discussão. Por fim, a quinta seção traz as considerações finais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 ESG, Governança Corporativa e Desempenho Empresarial

As práticas ESG englobam três pilares fundamentais, sendo eles, ambiental, social e de governança. O aspecto ambiental está relacionado ao gerenciamento dos impactos ecológicos, como gestão de resíduos e uso eficiente dos recursos naturais. O social envolve aspectos ligados às relações de trabalho, diversidade, inclusão e responsabilidade corporativa perante a sociedade, enquanto a governança abrange os mecanismos de controle, transparência e alinhamento entre gestores e *stakeholders* (Rampini, 2024). Segundo Stange e Toporoski (2024), a governança corporativa desempenha papel central, pois fornece a estrutura para a

efetividade dos demais pilares, garantindo que as práticas ambientais e sociais sejam integradas de forma consistente. De modo semelhante, Souza, Martins e Carvalho (2025) reforçam que a governança é o elemento que sustenta a credibilidade das informações ESG e assegura confiança perante investidores e reguladores.

A literatura tem investigado a relação entre práticas de governança corporativa, sustentabilidade e desempenho empresarial, contudo, os resultados ainda não são consensuais, em parte devido às dificuldades de mensuração e comparabilidade dos critérios ESG. Diferentes métricas podem capturar dimensões distintas do desempenho socioambiental e de governança, contribuindo para achados heterogêneos. Nesse contexto, evidências sugerem que práticas de governança corporativa e ESG podem estar associadas ao desempenho financeiro e ao valor de mercado das organizações, refletindo a valorização do mercado por empresas comprometidas com critérios ambientais, sociais e de governança (Ribeiro & Souza, 2023; Mazzioni et al., 2023).

Todavia, a intensidade e a consistência dessa relação permanecem objeto de debate na literatura. Isso ocorre porque riscos ambientais, sociais e de governança podem afetar a estabilidade financeira e a capacidade de geração de retornos das empresas no longo prazo, por exemplo, riscos ambientais podem gerar custos regulatórios e passivos, riscos sociais podem impactar reputação e produtividade, e fragilidades de governança podem ampliar conflitos de agência e assimetrias informacionais, elevando o custo de capital. Esses mecanismos ajudam a explicar a associação entre práticas ESG, governança corporativa e desempenho financeiro (Hubel, 2022; Ribeiro & Souza, 2023).

Verifica-se uma valorização crescente das práticas ESG no ambiente empresarial, com indícios de que essas iniciativas podem influenciar positivamente o desempenho financeiro das organizações (Biehler, 2023). No entanto, a literatura ainda apresenta resultados divergentes, incluindo evidências de efeitos positivos, negativos e não significativos (Ferreira e Malanski, 2023). Estudos tem demonstrado que o ESG contribui significativamente para o desempenho econômico (Cek e Eyupogku, 2020), outros estudos demonstram que a divulgação de práticas ESG, de forma geral, não apresentou relação significativa com o valor de mercado das companhias (Martins e Cunha, 2021).

Além disso, não se pode ignorar a relação exposta de que a adoção de práticas ESG traz benefícios à imagem externa da empresa e promove melhorias internas relevantes. Segundo Okamoto (2022), práticas ESG contribuem para a eficiência no uso de recursos, redução de desperdícios, melhor gestão de riscos e fortalecimento da governança, por exemplo, por meio

da adoção de políticas de eficiência energética, controle de consumo de insumos e implementação de sistemas formais de gestão de riscos. Essas práticas também influenciam positivamente o ambiente organizacional e a cultura interna, favorecendo o comprometimento dos colaboradores e a estabilidade da estrutura empresarial no longo prazo.

Empresas que implementam práticas de ESG estruturadas e integradas à estratégia e aos processos organizacionais podem alcançar um desempenho financeiro e reputacional superior no longo prazo, em razão de uma gestão de riscos mais eficaz, da redução de custos operacionais e da otimização no uso de recursos (Okamoto, 2022). Ademais, empresas que evidenciam práticas ESG incorporadas às políticas internas, aos processos de gestão e à cultura organizacional podem aumentar a satisfação e a retenção de colaboradores, fortalecendo a relação com os *stakeholders* (Stange & Toporoski, 2024). Esses retornos positivos contribuem para a promoção da sustentabilidade e da competitividade das empresas no mercado global (Mazzioni et al., 2023).

Parte da literatura empírica no contexto brasileiro considera a governança corporativa um componente potencialmente importante no desempenho financeiro das empresas. Práticas de governança corporativa, como transparência, responsabilidade e equidade, podem contribuir significativamente para a melhoria dos resultados financeiros das organizações. No estudo desenvolvido por Ribeiro e Souza (2023) empresas brasileiras listadas na B3, os autores constataram uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e indicadores financeiros, destacando a importância de mecanismos que alinhem os interesses dos gestores e acionistas.

A adoção de práticas ESG pode estar positivamente associada ao valor de mercado das empresas, sendo a governança o fator determinante nessa relação. Essas conclusões foram obtidas pelo estudo de Piqui (2024) que analisou companhias brasileiras do setor elétrico listadas na B3 entre 2011 e 2022. Demonstrando que organizações com melhores avaliações ESG tendem a apresentar níveis mais baixos de endividamento, o que evidencia a importância da governança na formulação de estratégias sustentáveis eficazes.

Complementando essa perspectiva, o estudo de Ramos et al. (2023) investigou a relação entre governança, divulgação ESG e a importância da informação contábil. Conforme apontado por Ramos et al. (2023), a divulgação do componente social do ESG apresentou associação positiva com o retorno das ações, indicando que esse aspecto é particularmente valorizado pelo mercado. Em contrapartida, os autores observaram que os componentes ambiental e de governança, quando analisados isoladamente, não demonstraram significância estatística,

sugerindo uma atenção diferenciada dos investidores brasileiros às dimensões sociais das práticas ESG.

Os estudos analisados reforçam que a simples adoção de práticas ESG não é suficiente para a geração consistente de valor, sendo fundamental que essas práticas estejam alicerçadas em estruturas eficazes de governança corporativa. Embora a governança constitua uma das dimensões do ESG, neste estudo ela é tratada de forma analítica distinta, como um mecanismo estruturante capaz de assegurar a credibilidade, a comparabilidade e a uniformidade das informações divulgadas. Como apontam Almeida et al. (2021), a adoção de estruturas robustas de governança atua como um mecanismo disciplinador, além de estimular a transparência, contribuindo para a criação de valor sustentável.

A partir das evidências apresentadas, percebe-se que a governança corporativa tem sido apontada como um elemento capaz de legitimar o compromisso das organizações com a sustentabilidade, além de contribuir para a estruturação dos processos internos, podendo influenciar o desempenho das empresas. No entanto, a literatura ainda apresenta resultados divergentes quanto à intensidade e à consistência dessa relação, especialmente em contextos de mercados emergentes. Isso demonstra que, embora se reconheça a relevância da governança como dimensão estruturante do ESG, ainda existe uma lacuna quanto à sua efetiva contribuição para o desempenho financeiro de longo prazo, justificando a pertinência de investigações adicionais sobre o tema.

2.2 Limitações e Desafios da Governança e Sustentabilidade no Brasil

Para compreender o cenário da governança corporativa e a sustentabilidade no Brasil, se fez necessário discutir os desafios e limitações que formulam suas práticas nas organizações. Segundo Godoi (2024), a ausência de diretrizes padronizadas sobre sustentabilidade e governança corporativa compromete a comparabilidade entre empresas e dificulta a tomada de decisões por parte de investidores e *stakeholders*. Além disso, o aumento dos custos atrelados à adesão de práticas ESG representa um desafio principalmente para empresas de pequeno e médio porte, que não possuem infraestrutura ou recursos financeiros suficientes para se adaptar às exigências ESG (Rampini, 2024).

Embora o debate acadêmico reconheça a relevância das práticas ESG, a literatura destaca limitações que impactam diretamente o mercado. Ferreira e Malanski (2023), em seus estudos, apontam que a diversidade metodológica utilizada para mensurar ESG dificulta a comparabilidade dos resultados entre empresas e países, o que gera incertezas para investidores.

Essa limitação também aparece no estudo de Souza, Martins e Carvalho (2025), que identificaram diferenças significativas entre países do G20: em mercados desenvolvidos, a relação entre ESG e desempenho tende a ser mais robusta, enquanto em emergentes prevalece a ausência de significância estatística.

No entanto, não se pode desconsiderar a baixa consolidação prática dos programas ESG, que muitas vezes são adotados mais por pressão de mercado do que por determinação estratégica (Braga et al., 2023). A prática do *greenwashing*, quando organizações dão a impressão de subscrever a políticas sustentáveis, mas na verdade visam apenas ganhos de marketing, também compromete a credibilidade do ESG. Nesse sentido, Braga et al. (2023) ressaltam que a adoção meramente superficial das diretrizes ESG não potencializa a eliminação de condutas irresponsáveis, limitando a efetividade das práticas corporativas sustentáveis.

Apesar das restrições apontadas, há evidências consistentes de que a adoção de práticas ESG pode gerar impactos positivos sobre o desempenho financeiro. Biehler (2023), ao revisar vinte estudos, identificou que nove apresentaram relação positiva e nenhum evidenciou resultados negativos. No Brasil, Ribeiro e Souza (2023) verificaram que empresas com maior qualidade de governança, medida pelo IGC-B3, tiveram desempenho de mercado superior em relação às demais. Tais resultados reforçam a importância da governança como dimensão estruturante do ESG e sua capacidade de potencializar o valor empresarial.

Por outro lado, Inácio e Neves (2024) encontraram uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre pontuação ESG e ROE, sugerindo que, no curto prazo, essas práticas sustentáveis podem afetar negativamente o patrimônio líquido das empresas que operam com práticas ESG mais elevadas — especialmente em períodos de recuperação econômica, como o cenário pós-pandemia. Esse resultado reforça a necessidade de cautela na generalização dos efeitos positivos do ESG. Em contrapartida, parte da literatura aponta ausência de relação significativa ou mesmo efeitos negativos decorrentes da adoção de práticas ESG. Souza (2025), em uma revisão narrativa da literatura sobre empresas listadas na B3, concluiu que a maioria dos estudos nacionais não identificou relação estatisticamente significativa entre ESG e desempenho financeiro.

A literatura empírica tem demonstrado que a adoção de práticas ESG pode influenciar o desempenho financeiro das empresas, embora os resultados não sejam homogêneos entre diferentes contextos institucionais e econômicos. Estudos indicam que práticas ambientais, sociais e de governança contribuem para a redução de assimetrias informacionais, melhoria da

reputação corporativa e mitigação de riscos, podendo impactar indicadores de rentabilidade e valor de mercado (Macedo et al., 2022).

Contudo, evidências sugerem que os efeitos do ESG sobre o valor de mercado dependem da forma como essas práticas são estruturadas e incorporadas à estratégia organizacional, especialmente em mercados emergentes. Nesse contexto, a governança corporativa assume papel central ao atuar como mecanismo disciplinador capaz de alinhar interesses entre gestores e acionistas, assegurar a credibilidade das informações divulgadas e fortalecer a efetividade das práticas ESG (Guterres, Ensslin & Junior, 2021). Assim, espera-se que empresas com estruturas de governança mais robustas sejam capazes de potencializar os benefícios associados às práticas ESG, refletindo-se em melhor desempenho financeiro.

De forma complementar, a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) pode ser interpretada como um indicativo de adoção de práticas estruturadas de ESG, sinalizando ao mercado o comprometimento da empresa com padrões socioambientais e de governança. Esse sinal tende a reduzir a percepção de risco por parte dos investidores e fortalecer a reputação corporativa, o que pode refletir positivamente no valor de mercado das empresas.

Dessa forma, formulam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: Práticas de governança corporativa estão positivamente associadas ao valor de mercado das empresas.

H2: A participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) está positivamente associada ao valor de mercado das empresas.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A presente pesquisa caracteriza-se como de natureza quantitativa, uma vez que utiliza técnicas estatísticas para análise de dados em painel, a partir de indicadores numéricos relacionados à governança corporativa, à sustentabilidade empresarial e ao valor de mercado. Quanto aos objetivos, o estudo classifica-se como descritivo, por buscar descrever o comportamento, os padrões e as características das variáveis analisadas nas empresas listadas na B3, bem como examinar a associação entre práticas organizacionais e desempenho financeiro (Marconi; Lakatos, 2019).

A amostra da presente pesquisa é composta por empresas brasileiras listadas na B3. Inicialmente, a base de dados contou com 347 empresas, cujas informações financeiras foram

coletadas por meio da plataforma LSEG/Refinitiv, sendo os procedimentos estatísticos realizados no software R. Foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo, condição que pode distorcer indicadores financeiros e comprometer a consistência das análises. Após a organização e tratamento dos dados, a amostra final foi composta por 306 empresas, considerando o período de 2020 a 2024. A estrutura dos dados caracteriza-se como painel desbalanceado, uma vez que nem todas as empresas dispõem de informações completas para todos os anos do período analisado.

A escolha do período analisado justifica-se pela maior disponibilidade, padronização e obrigatoriedade de divulgação das informações relacionadas às práticas de governança corporativa e aos indicadores ESG pelas empresas brasileiras nos anos mais recentes. Especificamente, os dados de governança corporativa foram coletados a partir do Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC), documento obrigatório para companhias abertas, disponibilizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio do sistema Empresas.NET (ENET). Além disso, a utilização de dados em painel permite captar variações tanto entre empresas quanto ao longo do tempo, possibilitando a análise da relação entre governança corporativa, práticas ESG e valor de mercado das companhias.

A variável dependente utilizada na pesquisa é o valor de mercado da empresa, representado pelo logaritmo natural do valor de mercado (LN_VM). A utilização do logaritmo natural busca reduzir a assimetria dos dados e melhorar a interpretação dos coeficientes no modelo econométrico. O valor de mercado foi adotado como variável dependente por ser amplamente utilizado na literatura como proxy de desempenho econômico e valor das empresas no mercado de capitais.

As variáveis independentes da pesquisa são compostas por indicadores relacionados às práticas de governança corporativa e à sustentabilidade empresarial das empresas analisadas. No que se refere à governança corporativa, foram utilizados indicadores construídos a partir das informações disponibilizadas no Informe do Código Brasileiro de Governança Corporativa (ICBGC), abrangendo diferentes dimensões dessas práticas. Os indicadores foram elaborados com base nas respostas fornecidas pelas empresas, sendo atribuídos valores numéricos para cada prática analisada: 1 quando a prática é adotada, 0 quando não é adotada e 0,5 quando adotada parcialmente. As observações classificadas como “não aplicável” foram desconsideradas no cálculo dos índices.

A partir dessa codificação, os índices foram calculados como a média das pontuações das práticas aplicáveis em cada dimensão de governança, de forma que cada indicador

representa o grau de aderência da empresa às recomendações do código. Assim, os valores dos índices variam entre 0 e 1, sendo que valores mais elevados indicam maior nível de adoção das práticas de governança corporativa.

Os índices foram calculados conforme a seguinte expressão:

$$IG_i = \frac{\sum_{j=1}^n P_{ij}}{n - m_i}$$

Em que IG_i representa o valor do índice de governança da empresa i ; $\sum$ indica o somatório das pontuações atribuídas aos critérios avaliados; P_{ij} corresponde à pontuação do critério j para a empresa i , assumindo valor 1 quando a prática é adotada, 0 quando não é adotada e 0,5 quando adotada parcialmente; n representa o número total de itens que compõem o índice; e m_i corresponde ao número de itens classificados como “não se aplica” para a empresa i . Assim, o denominador $n - m_i$ representa o total de itens efetivamente aplicáveis, utilizados no cálculo da média.

O Índice Geral de Governança (IGA) representa uma medida agregada da qualidade das práticas de governança corporativa, sendo obtido pela média das pontuações atribuídas às práticas analisadas. O Índice de Conselho de Administração (IGCA) refere-se às características relacionadas ao conselho de administração, sendo calculado com base nas práticas associadas à sua composição, funcionamento e atribuições.

O Índice de Divulgação (IGD) está relacionado às práticas de divulgação e transparência das informações corporativas, sendo construído a partir das respostas referentes à divulgação de informações e comunicação com o mercado. Por sua vez, o Índice de Organização e Funcionamento do Conselho (IGOFC) contempla aspectos da estrutura organizacional da governança, refletindo a presença de mecanismos institucionais voltados ao controle e à supervisão das atividades gerenciais.

Por fim, o Índice de Estrutura de Controle e Incentivos (IGECI) refere-se à estrutura de controle interno das empresas, envolvendo práticas relacionadas à auditoria, monitoramento e gestão de riscos. Todos os indicadores foram operacionalizados a partir das práticas específicas previstas no ICBGC, organizadas conforme suas respectivas dimensões.

A sustentabilidade empresarial foi representada pela variável ISE, que indica a participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. Essa variável foi operacionalizada de forma binária, assumindo valor 1 para empresas participantes do índice e 0 para aquelas que não participam. Os dados referentes à composição do ISE foram coletados

diretamente no site oficial da B3, por meio da carteira teórica do índice referente ao ano de 2024, disponibilizada publicamente pela instituição, sendo essa classificação estendida aos demais anos do período analisado para fins de padronização da variável ao longo do painel. O ISE reúne empresas que apresentam desempenho destacado em critérios relacionados à sustentabilidade corporativa, incluindo aspectos ambientais, sociais e de governança.

Foram incluídas variáveis de controle com o objetivo de isolar os efeitos da governança corporativa e da sustentabilidade sobre o valor de mercado das empresas. O ROA (*Return on Assets*) foi utilizado como indicador de rentabilidade, pois avalia a eficiência da empresa na utilização de seus ativos para geração de resultados, sendo amplamente empregado em pesquisas que investigam a relação entre práticas socioambientais/ESG e desempenho empresarial (Deb et al., 2022).

O tamanho da empresa foi mensurado por meio do logaritmo natural do ativo total (LN_AT), variável frequentemente utilizada na literatura para capturar o porte econômico das empresas. Empresas de maior porte tendem a apresentar maior disponibilidade de recursos, maior visibilidade perante *stakeholders* e maior capacidade de adoção de práticas de governança e sustentabilidade (Silva & Mascena, 2024).

O Quadro 1 apresenta a descrição das variáveis utilizadas na pesquisa, incluindo a variável dependente, as variáveis independentes e as variáveis de controle, bem como suas respectivas dimensões, formas de mensuração e referências teóricas.

Quadro 1

Descrição das variáveis da pesquisa

Variável	Tipo	Dimensão	Descrição	Referência
LN_VM	Dependente	Valor de mercado da empresa	Logaritmo natural do valor de mercado	Mazzioni et al. (2023)
IGA	Independente	Governança corporativa	Índice geral que representa a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas	Santos, Souza & Pessanha (2019)
IGCA	Independente	Conselho de administração	Indicador relacionado à composição e funcionamento do conselho de administração	
IGD	Independente	Transparência	Indicador relacionado à divulgação e transparência das informações corporativas	
IGOFC	Independente	Estrutura de governança	Indicador relacionado à estrutura organizacional da governança corporativa	
IGECI	Independente	Controle interno	Indicador relacionado à estrutura de controle interno e monitoramento organizacional	

ISE	Independente	Sustentabilidade empresarial	Participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (1 = participa; 0 = não participa)	Rampini (2024); Piqui (2024)
ROA	Controle	Rentabilidade da empresa	Retorno sobre ativos (lucro líquido / ativo total)	Deb et al. (2022)
LN_AT	Controle	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do ativo total	Silva & Mascena (2024)

Fonte: Elaboração própria (2026).

3.1 Modelo econométrico

Para analisar a relação entre governança corporativa, sustentabilidade empresarial e valor de mercado das empresas, foi estimado um modelo de regressão múltipla com dados em painel. O modelo econométrico utilizado na pesquisa é representado pela seguinte equação:

$$LN_VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IGA_{it} + \beta_2 IGCA_{it} + \beta_3 IGD_{it} + \beta_4 IGOFC_{it} + \beta_5 IGECI_{it} + \beta_6 ISE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 ATV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que: LN_VM é a variável dependente, representando o logaritmo natural do valor de mercado da empresa i no tempo t ; β_0 representa o intercepto ou termo constante do modelo; IGA , $IGCA$, IGD , $IGOFC$ e $IGECI$ correspondem aos indicadores de governança corporativa da empresa i no período t ; ISE indica a participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 no tempo t ; ROA refere-se ao retorno sobre ativos, utilizado como variável de controle de desempenho financeiro; ATV representa o tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total; e ε representa o termo de erro ou resíduos da regressão.

Espera-se que os coeficientes associados aos indicadores de governança corporativa (IGA , $IGCA$, IGD , $IGOFC$ e $IGECI$) apresentem sinal positivo, uma vez que melhores práticas de governança tendem a reduzir conflitos de agência, aumentar a transparência e elevar a confiança dos investidores, refletindo positivamente no valor de mercado das empresas.

Para a variável ISE , também se espera um coeficiente positivo, considerando que a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial sinaliza ao mercado o compromisso da empresa com práticas sustentáveis, podendo impactar positivamente sua valorização.

Em relação às variáveis de controle, espera-se que o ROA apresente sinal positivo, indicando que empresas mais rentáveis tendem a possuir maior valor de mercado. Da mesma forma, o tamanho da empresa (ATV) tende a apresentar relação positiva, uma vez que empresas

maiores costumam ter maior visibilidade, estabilidade e acesso a recursos no mercado de capitais.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados obtidos a partir da análise empírica realizada com empresas brasileiras listadas na B3 no período analisado. Inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo, seguidas da análise da matriz de correlação de Pearson. Em seguida, são discutidos os resultados da regressão linear múltipla estimada para investigar a relação entre mecanismos de governança corporativa, práticas de sustentabilidade e o valor de mercado das empresas.

4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo, incluindo número de observações, média, desvio-padrão, valores mínimos, mediana e valores máximos.

Tabela 1

Estatísticas descritivas das variáveis do estudo

Variável	N	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
LN_VM	1433	21.421	2.197	16.223	21.632	26.214
IGA	1739	0.681	0.251	0.000	0.750	1.000
IGCA	1739	0.656	0.236	0.000	0.708	1.000
IGD	1739	0.738	0.251	0.000	0.813	1.000
IGOFC	1739	0.692	0.279	0.000	0.778	1.000
IGECI	1739	0.692	0.262	0.000	0.750	1.000
ISE	1739	0.244	0.430	0.000	0.000	1.000
ROA	1433	0.028	0.132	-0.549	0.038	0.453
ATV	1433	22.065	1.937	16.566	22.105	26.060

LN_VM representa o logaritmo natural do valor de mercado das empresas. IGA, IGCA, IGD, IGOFC e IGECI correspondem aos indicadores de governança corporativa utilizados no estudo. ISE indica a participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3. ROA corresponde ao retorno sobre ativos, calculado como o lucro líquido dividido pelo ativo total. ATV representa o tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total.

Conforme apresentado na Tabela 1, o valor de mercado das empresas, representado pela variável LN_VM, apresenta média de 21,421 e desvio-padrão de 2,197, indicando variação moderada entre as empresas da amostra. Essa variação reflete diferenças estruturais entre as

companhias analisadas, especialmente em relação ao porte, desempenho financeiro e posicionamento estratégico no mercado.

Em relação aos indicadores de governança corporativa, observa-se que os índices apresentam médias entre 0,656 e 0,738, sugerindo que uma parcela significativa das empresas analisadas apresenta algum nível de adoção das práticas de governança consideradas neste estudo. O índice IGD apresenta a maior média (0,738), enquanto o IGCA apresenta média de 0,656. Esses resultados indicam que, de modo geral, as empresas da amostra apresentam níveis relativamente elevados de práticas de governança corporativa.

Esse resultado é consistente com evidências apresentadas por Ribeiro e Souza (2023), que destacam o avanço gradual da adoção de mecanismos de governança corporativa entre empresas brasileiras listadas na B3, impulsionado principalmente pela crescente demanda por transparência e melhores práticas de gestão.

A variável relacionada à sustentabilidade empresarial, representada pela participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), apresenta média de 0,244, indicando que aproximadamente 24,4% das observações correspondem a empresas integrantes desse índice no período analisado. Esse resultado sugere que, embora as práticas ESG estejam ganhando maior relevância no ambiente corporativo, sua adoção ainda não é predominante entre as empresas brasileiras, o que também foi observado em estudos como o de Mazzioni et al. (2023).

No que se refere às variáveis de controle, o retorno sobre ativos (ROA) apresenta média de 0,028 e desvio-padrão de 0,132, indicando heterogeneidade no desempenho financeiro das empresas analisadas. Já o tamanho da empresa (ATV), medido pelo logaritmo do ativo total, apresenta média de 22,065, evidenciando a presença de empresas de diferentes portes na amostra.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação de Pearson entre as variáveis utilizadas no modelo econométrico.

Tabela 2
Matriz de correlação de Pearson

Variável	LN_VM	IGA	IGCA	IGD	IGOFC	IGECI	ISE	ROA	ATV
LN_VM	1								
IGA	0.328***	1							
IGCA	0.453***	0.716***	1						
IGD	0.360***	0.655***	0.816***	1					
IGOFC	0.487***	0.613***	0.795***	0.735***	1				
IGECI	0.517***	0.665***	0.792***	0.751***	0.825***	1			
ISE	0.483***	0.263***	0.279***	0.239***	0.276***	0.269***	1		

ROA	0.285***	0.007	0.031	-0.011	0.048*	0.092***	0.083***	1	
ATV	0.857***	0.332***	0.477***	0.394***	0.523***	0.550***	0.488***	0.137***	1

Nota: A tabela apresenta os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis utilizadas no modelo. LN_VM representa o logaritmo natural do valor de mercado das empresas. IGA, IGCA, IGD, IGOFC e IGECI correspondem aos indicadores de governança corporativa. ISE representa a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial. ROA corresponde ao retorno sobre ativos e ATV representa o logaritmo do ativo total. ***p < 0,01; **p < 0,05; *p < 0,10.

Conforme apresentado na Tabela 2, o valor de mercado das empresas (LN_VM) apresenta correlação positiva com todas as variáveis explicativas analisadas. Destaca-se especialmente a forte correlação positiva com o tamanho da empresa (ATV), com coeficiente de 0,857 e significância estatística ao nível de 1%. Esse resultado indica que empresas de maior porte estão associadas a maiores valores de mercado, resultado amplamente consistente com a literatura financeira

Em relação aos indicadores de governança corporativa, observa-se que LN_VM apresenta correlação positiva com os diferentes índices analisados, incluindo IGA, IGCA, IGD, IGOFC e IGECI. Esses resultados sugerem uma associação positiva entre práticas de governança e valor de mercado, o que está alinhado com a literatura que aponta que estruturas robustas de governança contribuem para reduzir conflitos de agência e aumentar a confiança dos investidores (Almeida et al., 2021).

A variável relacionada à sustentabilidade empresarial, representada pela participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), também apresenta correlação positiva e significativa com o valor de mercado (0,483), indicando uma associação entre práticas estruturadas de sustentabilidade e maior valorização das empresas no mercado. Esse resultado está em consonância com estudos que apontam que práticas ESG podem contribuir para fortalecer a reputação corporativa e reduzir riscos percebidos pelos investidores (Ribeiro & Souza, 2023; Mazzioni et al., 2023).

Por fim, observa-se que algumas correlações entre as variáveis independentes apresentam magnitude moderada, especialmente entre os indicadores de governança corporativa. Entretanto, os resultados do teste de fator de inflação da variância (VIF), aplicado ao modelo de regressão, indicam a ausência de problemas severos de multicolinearidade no modelo estimado.

4.2 Resultados da regressão

A Tabela 3 apresenta os resultados da regressão linear múltipla estimada para investigar a relação entre governança corporativa, sustentabilidade empresarial e valor de mercado das empresas brasileiras.

Tabela 3

Resultados da regressão linear múltipla para o valor de mercado

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-valor	Sig.	VIF
IGA	0,324	0,206	1,57	0,116	1,94
IGCA	-0,003	0,267	-0,01	0,992	3,96
IGD	-0,412*	0,208	-1,98	0,047	2,84
IGOFC	-0,370*	0,188	-1,97	0,049	3,37
IGECI	0,0230	0,201	1,14	0,253	3,75
ISE	0,767***	0,131	5,86	0,000	1,34
ROA	1,132***	0,197	5,76	0,000	1,03
ATV	0,753***	0,038	19,67	0,000	1,80
Constante	4,737***	0,806	5,88	0,000	—
Teste F	p < 0,001				
Nº de observações	1,739				
Jarque-Bera	82.753 (p < 0,001)				
Breusch-Godfrey	573.96 (p < 0,001)				
Shapiro-Wilk	0.98879 (p < 0,001)				

Nota: A variável dependente é LN_VM, representando o logaritmo natural do valor de mercado das empresas. Os coeficientes foram estimados por regressão linear múltipla. VIF corresponde ao fator de inflação da variância, utilizado para avaliar a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes. Os testes de Jarque-Bera e Shapiro-Wilk avaliam a normalidade dos resíduos, enquanto o teste de Breusch-Godfrey verifica a existência de autocorrelação serial. ***p < 0,01; **p < 0,05; *p < 0,10.

Antes da interpretação dos coeficientes estimados, foram realizados testes econométricos de diagnóstico com o objetivo de verificar a adequação do modelo. A análise de multicolinearidade foi realizada por meio do fator de inflação da variância (VIF), cujos resultados indicaram valores inferiores aos limites críticos geralmente adotados na literatura, sugerindo ausência de problemas severos de colinearidade entre as variáveis independentes.

Os testes de normalidade dos resíduos (Jarque-Bera e Shapiro-Wilk) indicaram a rejeição da hipótese nula de normalidade (p < 0,05). Entretanto, considerando o elevado tamanho da amostra (N = 1.739), as estimativas dos coeficientes permanecem consistentes e a inferência é validada assintoticamente em virtude do Teorema do Limite Central (Wooldridge, 2013). Adicionalmente, o teste de Breusch-Godfrey apontou evidências de autocorrelação serial nos resíduos (p < 0,001).

Para mitigar esse problema, os modelos foram estimados com correção robusta dos erros-padrão, agrupados por ano, conforme o método proposto por Petersen (2009), apropriado para dados em painel com dependência temporal e variância não constante. Adicionalmente, com o objetivo de reduzir a influência de valores extremos, as variáveis contínuas foram submetidas ao procedimento de winsorização nos percentis 1% e 99%. Dessa forma, os resultados tornam-se mais robustos e confiáveis, permitindo a adequada interpretação das relações entre as variáveis no modelo estimado.

No que se refere aos coeficientes estimados, observa-se que a variável relacionada à sustentabilidade empresarial (ISE) apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo, indicando que empresas que integram o Índice de Sustentabilidade Empresarial tendem a apresentar maior valor de mercado. Esse resultado reforça a evidência empírica de que práticas ESG podem gerar benefícios econômicos para as organizações, especialmente por meio do fortalecimento da reputação corporativa e da redução da percepção de risco por parte dos investidores, conforme discutido por Biehler (2023) e Mazzioni et al. (2023).

Por outro lado, alguns indicadores de governança corporativa apresentaram resultados distintos. Os índices IGD, que representa as práticas de divulgação e transparência das informações corporativas, e IGOFC, relacionado à estrutura organizacional da governança, apresentaram coeficientes negativos e estatisticamente significativos. Esses resultados indicam que, no contexto analisado, maiores níveis dessas práticas estão associados a menores níveis de valor de mercado.

Uma possível explicação para esse resultado reside no fato de que a adoção de determinadas práticas de governança pode gerar custos adicionais de conformidade e monitoramento, os quais nem sempre são imediatamente percebidos como criação de valor pelos investidores. Além disso, níveis mais elevados de transparência podem expor fragilidades ou riscos corporativos, influenciando negativamente a percepção do mercado no curto prazo.

Esses achados sugerem que a relação entre governança corporativa e valor de mercado não é linear, podendo variar conforme o tipo de mecanismo analisado e as características institucionais do ambiente empresarial. Resultados divergentes nessa relação também foram observados em estudos como o de Ferreira e Malanski (2023). Nesse sentido, o estudo contribui ao evidenciar que nem todos os mecanismos de governança corporativa estão necessariamente associados à geração de valor, ampliando o debate teórico sobre os efeitos heterogêneos da governança no contexto de mercados emergentes.

Entre as variáveis de controle, o retorno sobre ativos (ROA) apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo, indicando que empresas com melhor desempenho financeiro tendem a apresentar maior valor de mercado. Da mesma forma, o tamanho da empresa (ATV) apresentou coeficiente positivo e altamente significativo, sugerindo que empresas de maior porte tendem a apresentar maior valorização no mercado.

De modo geral, os resultados evidenciam que a valorização de mercado das empresas brasileiras listadas na B3 é influenciada por fatores relacionados às práticas de sustentabilidade e ao desempenho financeiro. A adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), bem como os indicadores de desempenho financeiro (ROA) e de porte (ATV), apresentaram relação positiva e estatisticamente significativa com o valor de mercado, corroborando a expectativa teórica de que empresas mais sustentáveis, rentáveis e de maior porte tendem a ser mais valorizadas pelos investidores.

No que se refere aos mecanismos de governança corporativa, os resultados indicam efeitos heterogêneos. Enquanto alguns indicadores não apresentaram significância estatística, os índices IGD e IGOFC apresentaram relação negativa com o valor de mercado, sugerindo que a eficiência de determinados mecanismos de governança pode variar conforme o contexto institucional e a percepção de risco dos investidores. Esse cenário reforça a ideia de que a governança corporativa exerce influência complexa sobre o desempenho das empresas, não sendo possível generalizar seus efeitos de forma uniforme.

Com base nos resultados obtidos, é possível avaliar as hipóteses propostas no estudo. A hipótese H1, que estabelece uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa e o valor de mercado das empresas, não foi confirmada, uma vez que os resultados evidenciaram efeitos heterogêneos entre os indicadores analisados, incluindo coeficientes negativos e estatisticamente significativos para algumas dimensões da governança, além da ausência de significância para outras. Esses achados indicam que a relação entre governança corporativa e valor de mercado não ocorre de forma uniforme, podendo variar conforme o tipo de mecanismo adotado.

Por sua vez, a hipótese H2, que propõe uma relação positiva entre a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o valor de mercado, foi confirmada, considerando que a variável apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo. Esse resultado sugere que a adoção de práticas estruturadas de sustentabilidade está associada a maior valorização das empresas no mercado de capitais.

Por fim, apesar das limitações observadas nos testes de diagnóstico dos resíduos, a robustez da amostra e a significância estatística das variáveis centrais conferem consistência aos achados, contribuindo para o debate sobre a geração de valor no mercado de capitais brasileiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar a relação entre fatores ESG, representados pelas práticas de governança corporativa e pela participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2020 a 2024. Para tanto, foi estimado um modelo de regressão múltipla com dados em painel, incorporando indicadores de governança corporativa, a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e variáveis de controle relacionadas ao desempenho financeiro e ao porte das empresas.

Os resultados evidenciam que a relação entre governança corporativa e valor de mercado não ocorre de forma homogênea, uma vez que parte dos indicadores analisados não apresentou significância estatística, enquanto outros demonstraram associação negativa com o valor das empresas. Em contrapartida, a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) apresentou relação positiva e estatisticamente significativa com o valor de mercado, indicando que práticas estruturadas de sustentabilidade são valorizadas pelos investidores. Adicionalmente, as variáveis de controle, como rentabilidade (ROA) e tamanho da empresa (ATV), também apresentaram associação positiva com o valor de mercado, em linha com a literatura.

De modo geral, os resultados mostraram-se parcialmente consistentes com a literatura, ao confirmar a relação positiva entre sustentabilidade empresarial e valor de mercado, conforme evidenciado em estudos anteriores. No entanto, os achados relacionados à governança corporativa revelam resultados divergentes, especialmente no que se refere à associação negativa de determinados mecanismos, como transparência (IGD) e estrutura organizacional da governança (IGOFC). Esse resultado está alinhado a evidências empíricas que apontam efeitos heterogêneos da governança corporativa sobre o desempenho de mercado. Dessa forma, sugere-se que a efetividade da governança corporativa depende não apenas da sua adoção, mas da forma como seus mecanismos são implementados e percebidos no contexto institucional brasileiro.

Dessa forma, os resultados obtidos permitem inferir que a sustentabilidade empresarial exerce influência positiva e estatisticamente significativa sobre o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. Em contrapartida, os mecanismos de governança corporativa apresentam efeitos heterogêneos, indicando que diferentes dimensões da governança impactam o desempenho de mercado de maneira distinta. Especificamente, evidências empíricas sugerem que indicadores relacionados à transparência e à estrutura organizacional da governança podem estar associados a efeitos negativos no valor de mercado, ao passo que outros mecanismos não apresentaram influência estatisticamente significativa.

No que se refere às hipóteses de pesquisa, os resultados indicam que a hipótese H1, que previa uma relação positiva entre governança corporativa e valor de mercado, não foi confirmada, uma vez que os indicadores de governança apresentaram resultados não significativos ou negativos. Por outro lado, a hipótese H2 foi confirmada, evidenciando que a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial está positivamente associada ao valor de mercado das empresas.

Do ponto de vista teórico, este estudo contribui ao evidenciar que a relação entre governança corporativa e desempenho de mercado não é uniforme, reforçando a necessidade de análises mais desagregadas e específicas dos diferentes mecanismos de governança. Além disso, os resultados fortalecem a literatura ao confirmar a relevância da sustentabilidade empresarial como fator associado à geração de valor no mercado de capitais brasileiro.

Sob a perspectiva prática, os achados indicam que a adoção de práticas ESG reconhecidas pelo mercado, como a participação no ISE, pode contribuir para a valorização das empresas, servindo como sinal positivo para investidores. Por outro lado, os resultados sugerem que a simples adoção de mecanismos de governança não garante, por si só, a geração de valor, sendo necessária a efetividade desses mecanismos na prática organizacional.

Para investidores e gestores, os resultados evidenciam que a sustentabilidade empresarial deve ser considerada como um fator relevante na tomada de decisão, enquanto a análise da governança corporativa deve ser realizada de forma criteriosa, considerando a qualidade e a efetividade de seus mecanismos, e não apenas sua existência formal.

Por fim, conclui-se que a sustentabilidade empresarial se consolida como um elemento estratégico relevante para a geração de valor, enquanto a governança corporativa apresenta uma relação mais complexa e dependente do contexto, reforçando a necessidade de abordagens mais aprofundadas sobre seus mecanismos e impactos no desempenho das organizações.

Como limitações da pesquisa, destacam-se a utilização de uma proxy para mensuração da sustentabilidade empresarial, baseada na participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), a qual pode não capturar integralmente todas as dimensões das práticas ESG, bem como limitações inerentes ao modelo econométrico, especialmente no que se refere à presença de autocorrelação dos resíduos.

Por outro lado, ressalta-se como diferencial do estudo a utilização de um conjunto detalhado de indicadores de governança corporativa, construídos a partir de informações do Código Brasileiro de Governança Corporativa, permitindo uma análise mais aprofundada e desagregada dos mecanismos de governança e seus efeitos sobre o valor de mercado das empresas.

Para pesquisas futuras, recomenda-se a utilização de diferentes métricas de ESG, a inclusão de variáveis institucionais e a aplicação de métodos econométricos mais robustos, de modo a aprofundar a compreensão da relação entre governança corporativa, sustentabilidade e desempenho financeiro, especialmente em mercados emergentes.

REFERÊNCIAS

- SILVA, Elaine Mendes; SILVA, Danielle Cardoso da; COSTA, Edicleito Bernardino da. Adesão aos códigos de governança corporativa impacta o desempenho financeiro e de mercado? 2023. Disponível em: <https://engemausp.submissao.com.br/25/anais/arquivos/1735.pdf?v=1755941510>
- BRAGA, E. I. S. O. Alcançar a sustentabilidade na governança corporativa: gestão sustentável e a incorporação dos critérios ESG num contexto internacional. 2024. Disponível em: <https://repositorium.uminho.pt/bitstream/1822/86139/1/Ema%20Isabel%20Santos%20Oliveira%20Braga.pdf>
- RAMPINI, Gabriel Henrique Silva. Estudo do impacto das práticas ESG nos resultados das organizações. 2024. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/31/3136/tde-10072024-144040/publico/GabrielHenriqueSilvaRampiniCorr2.pdf>
- GODOI, Jéssica Luana de França. Práticas de ESG nas empresas brasileiras: desafios e perspectivas. 2024. Disponível em: <https://repositorio.unesp.br/entities/publication/7d5e6088-770c-418b-ba84-48747ff7b85a>
- PIQUI, Sávio Araújo. A relação entre a sustentabilidade empresarial e desempenho de empresas brasileiras do setor elétrico. 2024. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/44442>
- MARTINS, Mayra; CUNHA, Moisés Ferreira da. A relação da divulgação das práticas ESG com o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. 2022. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3704.pdf>

HÜBEL, Benjamin. Do markets value ESG risks in sovereign credit curves? 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.11.003>

RIBEIRO, João Eduardo; SOUZA, Antônio Artur de. A governança corporativa afeta a estrutura de capital? Evidências das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão no período 2010-2020. 2023. Disponível em: <https://revista.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/10800>

INÁCIO, M. A. F.; NEVES, C. S. Impacto das práticas ESG no desempenho financeiro empresarial: um estudo das empresas brasileiras no período pós-pandemia. 2022. Disponível em: <https://repositorio.ifrn.edu.br/handle/10443/3660>

CEK, K.; EYÜPOGLU, Ş. Does environmental, social and governance performance influence economic performance? 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.3846/bem.2020.12725>

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. 4. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2013.

MAZZIONI, S.; ASCARI, C.; RODOLFO, N. M.; DAL MAGRO, C. B. Reflexos das práticas ESG e da adesão aos ODS na reputação corporativa e no valor de mercado. 2023. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v16i3.7394>

OKAMOTO, Bianca Feliz. Estudo sobre a relação do desempenho financeiro e desempenho ESG. 2022. Disponível em: https://bdta.abcd.usp.br/directbitstream/a222d41d-108f-4e7f-93e0-6bdbb9f50d/Bianca_Feliz_Okamoto_Monografia.pdf

MEIRELES, Jocycleber; MARTINS, Oriens Silva; CARVALHO, Patrícia Lacerda de. A relação entre o desempenho corporativo e a divulgação do desempenho ESG: evidências dos países do G20. 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1000/02602171.2025.263176>

FERREIRA, Lucas Benedito Gomes Rocha; MALANSKI, Leonardo Koppe. Liberdade econômica e práticas ESG: uma análise do setor financeiro nas Américas. 2023. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbfin/a/nFjFBBQv8KCTK4FBJzns5F/?format=pdf>

BIEHLER, Marcus Vinicius. O impacto ESG no desempenho financeiro corporativo: uma revisão da literatura. 2023. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/273805>

SOUZA, Mariana Holanda Chaves de. Influência das práticas corporativas de ESG no desempenho financeiro das empresas listadas na B3: uma revisão narrativa da literatura. 2025. Disponível em: <https://repositorio.ufrn.br/handle/123456789/85312>

STANGE, Kelly Thamara; TOPOROSKI, Elizeu Luiz. A integração das práticas ESG sob a perspectiva da governança corporativa nas empresas. 2024. Disponível em: <https://www.periodicos.unb.br/index.php/acc/article/view/56077/2418>

SCHNORRENBERGER, Allan Pavelc. A evolução da governança corporativa no Brasil. 2012. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/61911>

CARREIRO, N. K.; NASCIMENTO, J. C. H. B.; BARBOSA, F. L. Neto; SILVA, M. C. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.18364/rcfc.v42n3.4028>

NEVES, Bárbara Siqueira da Silva; FRANCISCO, José Roberto de Souza; CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. A influência da governança corporativa no disclosure da responsabilidade social corporativa nas companhias de capital aberto brasileiras. 2022. Disponível em: <https://periodicos.ufpb.br/index.php/rcc/article/view/53589>

MENEGHELLI, M. F.; KIELING, D. L.; DEGENHART, L. A qualidade da governança corporativa e a divulgação environmental, social and governance influenciam a relevância das informações contábeis? 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.4270/ruc.2022113>

SOUZA, Paula de; ROCHA, Pedro Serezani; ROCHA, Edgar Teixeira; NASCIMENTO, Gabriel F.; TAVARES, Michele. O impacto do ESG no valor e custo de capital das empresas. 2022. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.51341/ccgv.v25i2.802>

KEMSON, Francisco Emerson da Silva; MASSONA, Manuela Cunha de. The relationship between ESG and financial performance in Brazilian companies. 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.5902/1983465989655>

GUETTES, Marta; MOCELIN, Sandra; RODRIGUES JUNIOR, Manuel. Estrutura de governança corporativa e avaliação de desempenho em instituições bancárias: uma revisão sistemática da literatura. 2024. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.51341/ccgv.v27i3.339>

GILLET, Dipankar; BERNARD, Philippe. Analyzing the impact of corporate social responsibility on firm performance. 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/23197145221099882>

GIANNOPOULOS, George; FAGENES, Renate Victoria Kihle; ELMAZROUKY, Mahmoud; BASHAR, Kazi Abul. Divulgação de informações ESG e o desempenho financeiro de empresas negociadas em bolsa. 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>

SHAHWAN, Yousef; MOHYEDDIN, Hamma; KHREST, Hussam; KHALIL, Lubab Ola Muhammad. Contabilidade de responsabilidade social e desempenho corporativo durante a COVID-19. 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.22495/irjif.v21i3art9>

SANTOS, Thiago Araujo dos; SOUZA, Antônio Artur de; PESSANHA, Gabriel Rodrigues. Índice de governança corporativa para empresas do mercado acionário brasileiro. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, Salvador, v. 9, n. 3, p. 72–92, set./dez. 2019. DOI: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v9i3.7792>

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. Fundamentos de metodologia científica. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

PETERSEN, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. Review of Financial Studies, 22(1), 435–480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>

ANEXO
DECLARAÇÃO

Declaro para os devidos fins que este Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia/Tese/Dissertação), escrito sob minha orientação, está em versão final, de acordo com as solicitações realizadas pela banca examinadora.

Informo também que procedi à revisão final do texto, constatando que atende às especificações das normas da ABNT para apresentação de trabalhos acadêmicos da UFCA, no que diz respeito ao conteúdo e à formatação.

04 de maio de 2026, Juazeiro do Norte-CE

 Documento assinado digitalmente
SABRINA RIBEIRO DE ALMEIDA
Data: 04/05/2026 12:18:40-0300
Verifique em <https://validar.it.gov.br>