

ESTRATÉGIAS ESG E DESEMPENHO FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS DOS MAIORES BANCOS PRIVADOS DO BRASIL

**GUILHERME AUGUSTO DE ANDRADE ARAUJO,* DAVIDSON CAMPOS
SOARES BARBOSA, ARMINDO DOS SANTOS DE SOUSA TEODÓSIO**

Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais,
Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

*augusto.guilhermeandrade@outlook.com.br

RESUMO

Este capítulo descreve a estratégia ambiental, social e de governança (Environmental, Social and Governance – ESG) adotada pelos três maiores bancos privados listados na bolsa de valores brasileira no período de 2018 a 2021, com o objetivo de responder à seguinte questão de pesquisa: há evidências de que as práticas ESG impactam positivamente o desempenho econômico-financeiro dos bancos que atuam no mercado brasileiro? O conceito de ESG representa a perspectiva do mercado de capitais sobre a sustentabilidade, incentivando as organizações a adotarem práticas capazes de gerar impactos positivos nas dimensões ambiental, social e de governança corporativa, ao mesmo tempo em que contribuem para a geração de valor e o desempenho financeiro. Quanto aos procedimentos metodológicos, a pesquisa caracteriza-se como qualitativa e descritiva, fundamentada em pesquisa bibliográfica e documental, complementada por análise de conteúdo e análise de correlação entre as estratégias ESG e os indicadores de rentabilidade das instituições financeiras. Os resultados evidenciaram uma correlação positiva entre a adoção de práticas ESG e o desempenho econômico-financeiro dos bancos analisados, observada pelo comportamento semelhante das ações dessas instituições em relação ao principal índice ESG da bolsa de valores brasileira durante o período investigado.

Palavras-chave: ESG; Sustentabilidade; Desempenho; Bolsa de Valores; Rentabilidade dos Bancos.

ESG STRATEGIES AND FINANCIAL PERFORMANCE: EVIDENCE FROM BRAZIL'S LEADING PRIVATE BANKS

In this paper we describe the environmental, social, and governance (ESG) strategy of the three largest private banks present on the Brazilian stock exchange between 2018-2021 to answer: is there evidence that ESG positively impacts the economic and financial performance of banks operating in the Brazilian market? By definition, ESG is the capital market's view of sustainability and how it encourages companies to adopt measures that generate positive socio-environmental and corporate governance impacts while boosting their financial results. As a methodological approach, the paper was qualitative and descriptive, and used bibliographical and field research to compose the correlation and content analysis between the strategy and the profitability of banks. The results obtained were positive due to the exposure of a positive correlation through the similar displacement between the shares of the three banks and the main ESG index of the Brazilian stock exchange in the determined period.

Keywords: ESG; Sustainability; Performance; Stock Exchange; Banks Profitability.

1. INTRODUÇÃO

A responsabilidade ambiental, social e de governança (Environmental, Social and Governance – ESG) representa a perspectiva do mercado de capitais sobre a sustentabilidade. Essa responsabilidade atua como um estímulo para que as empresas adotem medidas que gerem impactos socioambientais positivos e melhorias na governança corporativa, ao mesmo tempo em que potencializam seus resultados financeiros na bolsa de valores (Jensen, 2001). Para Lo e Kwan (2017), o ESG é um conceito importante que conecta a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) ao Desempenho Financeiro Corporativo (Corporate Financial Performance – CFP). Murata e Hamori (2021) argumentam que os investimentos orientados pelos critérios ESG fundamentam-se na premissa de que as empresas devem considerar, de forma integrada, as dimensões ambiental, social e de governança para assegurar sua sustentabilidade no longo prazo.

Na esfera econômica, a sustentabilidade deixou de ser apenas um ideal de preservação das gerações atuais e futuras para tornar-se um componente estratégico nas práticas contábeis e de governança corporativa. Estudos recentes mostram que a contabilidade voltada à sustentabilidade – também chamada de *green accounting* ou *sustainable accounting* – tem evoluído como mecanismo para integrar fatores ambientais, sociais e de governança aos relatórios financeiros tradicionais, oferecendo aos gestores e investidores uma visão mais ampla da performance e do valor corporativo (Sundarasen, Rajagopalan & Alsmady, 2024). Essa integração contábil permite que as empresas reflitam, quantifiquem e comuniquem os impactos não financeiros de suas operações, fortalecendo a transparência e a confiança do mercado, enquanto promovem competitividade (Shaik, 2024).

No contexto do setor financeiro, por exemplo, a adoção de métricas de sustentabilidade e de práticas de reporte ESG começa a ser vista como elemento relevante de eficiência, acesso a financiamento, redução de risco e fortalecimento do capital humano, o que implica uma mudança de paradigma: de decisões exclusivamente voltadas ao curto prazo e aos interesses internos para um olhar de longo prazo que considera o ecossistema econômico, social e ambiental no qual a organização está inserida (Teh & Khan, 2024; Dewi et al., 2024).

Silva e da Silva Santos (2022, p. 266) afirmam que, “com as novas exigências da sociedade, as empresas tiveram de inovar e readaptar suas práticas empresariais na busca por diferencial competitivo e garantia na construção de valor a longo prazo”. É necessário acelerar o processo de tomada de decisões e de ações efetivas, sugerindo a adoção de relatórios de sustentabilidade, para que haja convergência na discussão sobre a necessidade de crescimento econômico e o estabelecimento de limites sustentáveis (Kimitaka, Unerman & Kokubu, 2021). No contexto contábil-financeiro, o Brasil apresenta um terreno fértil para

evidenciar como a adoção de fatores ESG pode alterar decisões de investimento, custo de capital e transparência contábil (Silva & Mascena, 2024).

Neste capítulo, estudamos os bancos brasileiros Bradesco e Itaú Unibanco, além do banco espanhol Santander, pertencente ao principal conglomerado da zona do euro e com atuação no Brasil. Nosso objetivo foi estabelecer relações entre as práticas adotadas pelos três maiores bancos privados do Brasil e seu desempenho na bolsa de valores B3, por meio de um estudo qualitativo, dado que identificamos uma lacuna teórica no campo das pesquisas quantitativas, que se mostram pouco conclusivas (Glaser & Strauss, 1966).

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 ESG, RSC e desempenho financeiro

Existem algumas questões relacionadas à pesquisa sobre Responsabilidade Social Corporativa (RSC), ESG, relatórios integrados de RSC e desempenho financeiro que merecem maior aprofundamento. Segundo Montiel e Delgado-Ceballos (2014), um dos temas mais importantes da pesquisa sobre RSC está relacionado à sua conexão com o desempenho financeiro das corporações em diferentes países. A análise ESG tornou-se relevante entre os investidores para identificar os principais riscos estratégicos das empresas. Além disso, investidores ligados ao Investimento Socialmente Responsável (SRI) têm investido ativamente em empresas dedicadas ao desenvolvimento sustentável e à RSC (Arjaliès & Bansal, 2018; Petrini & Pozzebon, 2010; Knoepfel & Hagart, 2009; Sparkes & Cowton, 2004). Para Crifo, Durand e Gond (2019) e Frynas e Yamahaki (2016), definir e mensurar a RSC é uma questão central de pesquisa relacionada aos relatórios integrados de responsabilidade social e ambiental. Rinaldi, Unerman e de Villiers (2018) e Bebbington e Unerman (2020) apontam que a pesquisa sobre relatórios integrados precisa ser mais crítica e abrangente, mesclando métodos qualitativos e quantitativos para o avanço desse campo de estudo.

Carroll (1999) destaca a importância de as organizações incorporarem a RSC em seus processos de tomada de decisão estratégica e alinharem essas iniciativas às suas atividades centrais. Na mesma linha, Fatemi et al. (2017) argumentam que empresas que fornecem divulgações transparentes e abrangentes sobre suas práticas e desempenho em ESG podem melhorar sua reputação, credibilidade e a confiança das partes interessadas. Além disso, os autores propõem que a relação positiva entre desempenho ESG e valor da empresa é mais forte para companhias que adotam práticas de divulgação ESG mais extensas e transparentes.

Koroleva et al. (2020) separam cada uma das três letras da sigla e mostram que a dimensão ambiental baseia-se nos princípios da economia verde, entendida como o processo de tomada de decisão na fase de investimento. O aspecto social refere-se a questões relacionadas à desigualdade, à inclusão, às relações trabalhistas, ao investimento em capi-

tal humano e à diversidade. Por fim, a governança dos setores público e privado refere-se à coordenação institucional, às relações interpessoais e à remuneração. Os autores concluem, ainda, que a integração desses três componentes constitui um conjunto de princípios de desenvolvimento sustentável tanto em termos econômicos quanto financeiros.

Ligteringen (2012) discute que a responsabilidade ambiental das empresas pode ser compreendida como um conjunto de ações que visa convergir a discussão sobre a necessidade de crescimento econômico com o estabelecimento de limites sustentáveis. A partir disso, empresas comprometidas com a mudança de atitudes, a proteção ao meio ambiente e a sustentabilidade demonstram preocupação em manter seus negócios para as futuras gerações e garantir a não escassez de recursos. Para Frostenson et al. (2022), a sustentabilidade tornou-se um aspecto da construção da identidade organizacional.

Atualmente, as empresas desempenham um papel que extrapola a geração de empregos; além de possuírem grande poder econômico, detêm também poder político e social (Freeman, 2017). Nessa mesma direção, Carroll (1999) afirma que os negócios devem atender a expectativas legais, éticas e filantrópicas. Wood (1991, p. 695) aponta que “a ideia básica da responsabilidade social corporativa é que empresas e sociedade estão entrelaçadas e não são entidades distintas; portanto, a sociedade possui certas expectativas em relação ao comportamento e aos resultados das empresas”. Bowen (1953) afirma que as empresas afetam a vida da sociedade em diversos aspectos, sendo, portanto, necessário compreender seus impactos para avaliar o desempenho social, ético e gerencial nos negócios.

2.2 A relevância do setor bancário no Brasil

No Brasil, a emissão de dívida bancária é uma importante fonte de financiamento externo para as empresas, o que aumenta a relevância do setor bancário para o desenvolvimento da economia (de Freitas Brandão & Coelho, 2016). Além disso, os autores destacam o papel dos bancos na supervisão das atividades financeiras, na aplicação de regulações prudenciais e na gestão de riscos, contribuindo para a prevenção de crises financeiras e o bom funcionamento do sistema financeiro como um todo. Da Silva Vinhado e Divino (2013) apontam que a natureza macroeconômica dos bancos decorre da promoção da intermediação financeira entre agentes superavitários e deficitários e da criação de mecanismos de pagamento da sociedade, contribuindo para a dinâmica dos negócios, a liquidez e o desenvolvimento do mercado. Isso ocorre porque os bancos conseguem mobilizar recursos financeiros de diferentes origens para investimentos produtivos, como infraestrutura, indústria, agronegócio e empreendimentos comerciais, contribuindo para o desenvolvimento econômico do país.

Ademais, o setor bancário brasileiro tem se mostrado um investimento adequado para seus acionistas, com retornos atrativos em comparação a outras empresas. O pro-

gresso financeiro, as estratégias, os desafios enfrentados e as perspectivas podem ser acompanhados por meio de relatórios. Para os bancos, a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN) exige indiretamente esse tipo de documento, uma vez que os bancos associados se comprometem com os princípios de integridade, transparência, excelência e sustentabilidade. Brito e Vasconcelos (2004), Knoepfel & Hagart (2009), Hehenberger et al. (2013) e Lo e Kwan (2017) discutem os desafios e as oportunidades associados às métricas e aos relatórios ESG, elucidando que, se as empresas desejam gerar uma reação mais positiva dos investidores, devem formular um plano estratégico para a apresentação das informações ESG, aprimorando a capacidade dos *stakeholders* de interpretar essas informações.

Com o objetivo de conceituar o que incumbe à governança corporativa, Silveira (2002, p. 23) enuncia: “a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, para maximizar a probabilidade de que os fornecedores de recursos obtenham retorno sobre seu investimento”. Na mesma linha, Brito e Berardi (2010, p. 157) afirmam que “o desenvolvimento da capacidade colaborativa, de aprendizado e de inovação gerada nas interações com os *stakeholders* pode compor a competência diferenciadora de uma empresa”. Essa competência, baseada na gestão de relacionamentos e na troca de conhecimento, pode ser aplicada mais amplamente pela empresa e gerar renda relacional.

2.3 O crescimento do ESG no Brasil e no mundo

Investidores de todo o mundo aumentaram sua busca por fatores ambientais, sociais e de governança ao escolher empresas para investir (Marti et al., 2023; Monteiro, Miranda, Rodrigues & Saes, 2021; Crifo, Durand & Gond, 2019). Koroleva et al. (2020) mostram que, desde 2014, o valor do capital investido de forma “responsável” tem crescido um terço a cada dois anos e, com esses resultados, muitas empresas tendem a repensar os conceitos de ESG como parte de suas estratégias. Segundo Herzig e Schaltegger (2011, p. 152), “empresas que são percebidas como tendo desempenho elevado tanto no mercado quanto na sociedade podem enfrentar menos atritos e problemas em seus relacionamentos comerciais com fornecedores, comerciantes, autoridades públicas e outras partes interessadas”. Portanto, como indicam Murata e Hamori (2021), Weiss (1995) e Desjardine, Marti e Durand (2021), as empresas devem considerar não apenas os lucros econômicos corporativos, mas também a sociedade em que coexistem e o meio ambiente que ocupam. Assim, é possível melhorar seus valores de negócio, com um crescimento mais equilibrado entre economia, sociedade e meio ambiente, moderando o foco exclusivo no lucro. Atkinson et al. (2000, p. 245) relatam que “intuitivamente, do ponto de vista da sociedade, a questão interessante pode ser pensada em termos da contribuição de uma determinada entidade para a sustentabilidade definida em um sentido mais amplo”, como no caso dos indicadores financeiros. Esses indicadores são cruciais para a continuidade dos negócios e para a tomada de deci-

são dos investidores. Beunza e Garud (2007) investigam como analistas utilizam sua expertise e ferramentas analíticas para interpretar dados financeiros complexos e transformá-los em recomendações acionáveis para os investidores.

Dados da Bolsa, Balcão, Brasil, conhecida como B3, a bolsa de valores oficial do Brasil, mostram que investimentos socioambientais e de governança corporativa estão associados a melhor desempenho financeiro. Diante do crescente interesse do mercado acionário por empresas que adotam práticas ESG, a bolsa brasileira dispõe de um conjunto de indicadores socioambientais e de governança que visam auxiliar os investidores na análise e verificação dos dados das empresas antes do investimento. Esses indicadores são atrativos para investidores comprometidos com práticas sustentáveis, sociais e de governança corporativa, além de incentivarem as empresas a incorporarem essas questões aos seus negócios, visto que as práticas ESG contribuem para a perpetuidade das organizações (Monteiro, Miranda, Rodrigues & Saes, 2021; Miralles-Quirós et al., 2018; Lo & Kwan, 2017). Assim, é necessário maior engajamento dos acionistas na adoção de práticas ESG como uma estratégia de impacto, além dos retornos financeiros, tanto para a organização quanto para o ambiente em que está inserida (Pereira Filho & Louvet, 2011; Hehenberger et al., 2019; Barko et al., 2022).

Conforme relatado por Murata e Hamori (2021), à medida que o ESG atrai atenção e cresce nos mercados financeiros, também cresce o número de publicações sobre ESG e seus impactos nas ações e nos resultados das empresas. Esses autores encontraram evidências de que a divulgação ESG pode reduzir a probabilidade de colapso dos preços das ações na Europa e no Japão, após o controle da endogeneidade, porém não encontraram evidências suficientes na bolsa de valores dos Estados Unidos. Na mesma linha, Eliwa et al. (2021) investigaram a relação entre desempenho e divulgação ESG e os custos do capital de dívida na Europa. Em um estudo semelhante ao nosso, Al-Jalahma et al. (2020) mostram que os coeficientes de correlação entre retorno sobre ativos (ROA) e ESG são significativos, enquanto o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) não apresenta correlação. Além disso, o ESG está correlacionado com o tamanho dos bancos e com o produto interno bruto (PIB) no setor bancário do Conselho de Cooperação do Golfo (GCC). Esses autores concluem que empresas com maiores pontuações ESG são consideradas menos arriscadas em termos de "impacto de seguro" e estão associadas a menores custos de capital de dívida.

Em países com políticas de proteção aos acionistas mais rigorosas, a conexão entre investimento verde e desempenho ambiental corporativo torna-se mais acentuada. Isso se deve, provavelmente, à elevada credibilidade dos investidores nesses países, o que amplifica o impacto normativo ou cultural do investimento verde (Yan, Almandoz & Ferraro, 2021). Knoepfel & Hagart (2009) discutem o reconhecimento crescente de que questões ESG podem ter impacto material sobre o desempenho dos investimentos, a gestão de riscos e o longo prazo. Simultaneamente, Boffo e Patalano (2020) e Ferreira e Malanski (2023)

discutem o crescimento global dos investimentos ESG, o número crescente de gestores de ativos e investidores institucionais que incorporam considerações ESG em suas estratégias de investimento e o desenvolvimento de estruturas, padrões e métricas ESG.

3. MÉTODO

Por meio de métodos qualitativos, foi realizada uma pesquisa de campo que abrangeu o estudo dos bancos brasileiros Bradesco e Itaú Unibanco, além do banco espanhol Santander, pertencente ao principal conglomerado da zona do euro e com atuação no Brasil desde 1982. Foram realizadas entrevistas em profundidade, semiestruturadas, com a participação de profissionais de áreas correlatas ao estudo, como sustentabilidade, finanças, economia, estratégia empresarial e *compliance* — todos com formação ou experiência relacionada ao tema ESG —, com o objetivo de apresentar opiniões e contribuições sobre o assunto (Yin, 2009; King et al., 2018). As entrevistas tiveram duração entre uma e duas horas e foram realizadas on-line, mesmo com quatro entrevistados residindo na mesma cidade dos pesquisadores — um dos entrevistados leciona em Nova York —, devido ao período de isolamento social em que a pesquisa foi conduzida. A estrutura da entrevista seguiu uma explicação prévia sobre o tema e uma discussão sobre as evidências encontradas nos relatórios integrados dos bancos após cada resposta. Dessa forma, os entrevistados puderam dialogar mais profundamente sobre cada tópico, sendo possível alcançar a saturação dos dados mesmo com um número reduzido de participantes.

A análise de conteúdo foi realizada com base em conceitos considerados “chave” para a obtenção de informações relevantes a serem incorporadas ao estudo. Dessa forma, foi possível aumentar o nível de proximidade com o objeto pesquisado e com o conteúdo obtido junto aos entrevistados (Bardin, 1977). As associações entre as correlações e as possíveis causalidades encontradas nos dados levantados, bem como a similaridade dos discursos dos cinco entrevistados, foram analisadas com o uso do software livre IRAMUTEQ, permitindo apresentar a análise conjuntural dos Relatórios Integrados (IR) dos bancos por meio da triangulação de dados.

Uma das formas mais precisas de avaliar as estratégias ESG do setor bancário, especialmente dos bancos analisados, é por meio de seus Relatórios Integrados, que seguem as metodologias da Global Reporting Initiative (GRI) e do International Integrated Reporting Council (IIRC). Esse tipo de documento propõe uma linguagem mais coesa e eficiente para os relatórios organizacionais, possibilitando padronizar e qualificar as informações nele apresentadas. Para este estudo, foram analisados os relatórios referentes aos anos de 2018 a 2021, caracterizando, portanto, uma pesquisa documental.

A escolha do período de análise neste trabalho parte do ano de 2018, quando os três bancos analisados passaram a publicar relatórios anuais mais detalhados sobre suas práticas ao longo do ano. Além disso, a busca pela sigla ESG cresceu mais de seis vezes entre

2019 e 2020 no Brasil. Os fatores que influenciam esse comportamento são diversos, desde o envolvimento ainda incipiente do país com o tema até uma maior adesão das empresas à sustentabilidade por pressão de órgãos reguladores, passando pelo período da pandemia, quando houve um aumento nas buscas por consumo consciente e sustentabilidade diante da situação enfrentada globalmente. O período de análise encerra-se em 2021, quando os três bancos se uniram, em uma demonstração prática de atuação em ESG, para lançar conjuntamente o Plano Amazônia, com o objetivo de debater e desenvolver oportunidades de negócios na região com a floresta em pé. Durante esse período, as ações dos bancos na bolsa de valores brasileira foram comparadas com o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3). Esse índice foi considerado o principal parâmetro para este estudo, pois é construído com base na metodologia da B3, que analisa as respostas das empresas ao questionário, bem como seus relatórios integrados e demais documentos públicos relacionados à sustentabilidade, para compor a pontuação de corte.

4. RESULTADOS

4.1 Análise dos Relatórios Integrados

A forma mais precisa de avaliar as estratégias ESG do setor bancário, especialmente dos bancos analisados, é por meio de seus Relatórios Integrados (RI). Esse tipo de documento propõe uma linguagem mais coesa e eficiente para os relatórios organizacionais, permitindo a padronização e a qualificação das informações apresentadas, ao divulgar simultaneamente informações financeiras e socioambientais em conexão com os indicadores do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3, entre outros índices aos quais as instituições pertencem.

É importante mencionar que a B3 possui pelo menos outros sete índices relacionados ao tema ESG. No entanto, o ISE é o que melhor se ajusta à presente análise, tanto por sua metodologia quanto por ser o índice mais referenciado.

A Figura 1 apresenta as palavras com maior recorrência nos RIs dos três bancos no período de 2018 a 2021. Por definição, quanto maior a palavra, mais vezes ela foi utilizada; além disso, a proximidade entre as palavras demonstra sua associação. Destaca-se a autorreferência das empresas e como os aspectos de sustentabilidade, riscos, social, governança, desenvolvimento, ESG, acionistas e *stakeholders* permeiam essas organizações.

O primeiro banco analisado, o Bradesco, foi fundado com uma estratégia inicial que consistia em atrair pequenos comerciantes, imigrantes, funcionários públicos e pessoas com poucos recursos, com o objetivo de alcançar o público que não era atendido à época. O progresso constante do Bradesco é evidente diante das diversas inovações, aquisições e contribuições para o ambiente social e empresarial do país. Com apenas oito anos de atuação, o banco assumiu a liderança no Brasil e, na mesma década, deu origem à Fundação

Bradesco, uma das fundações brasileiras mais tradicionais na promoção do desenvolvimento e da inclusão social. Nos relatórios do Bradesco, foi possível observar os pilares estratégicos da organização, a saber: crescimento sustentável com rentabilidade, relacionamento com o cliente, eficiência, inovação e capital humano. A governança corporativa do banco é orientada por uma gestão responsável, apresentando uma estrutura baseada na assembleia geral de acionistas, no conselho de administração e na diretoria executiva, possibilitando a deliberação sobre os assuntos, as decisões e os negócios nos quais o Bradesco está envolvido. A ética e a conformidade estão presentes nas questões que permeiam a governança, fortemente enfatizadas pelo código de conduta ética da empresa, que estabelece procedimentos de integridade e combate à corrupção em suas atividades, direcionados a todas as partes interessadas. O banco impulsiona o desenvolvimento sustentável por meio de seus negócios, da gestão de riscos e de oportunidades inclusivas alinhadas à economia verde, fortalecendo a governança e a conduta ética e gerando valor compartilhado para colaboradores, fornecedores, clientes e acionistas, por meio de investimentos socioambientais voltados à transformação social e à preservação do meio ambiente.



Figura 1 Nuvem de palavras dos Relatórios Integrados.

O Itaú Unibanco, ou simplesmente Itaú, é hoje um dos principais bancos do país. A trajetória da instituição teve início na prestação de serviços financeiros voltados à comercialização de café, passando por aquisições e fusões com diversos outros bancos e instituições financeiras, até que, nos últimos anos, o Itaú se tornou uma das empresas mais notórias do território brasileiro por suas diversas parcerias, projetos em diferentes áreas e prestação de serviços a milhares de pessoas, conforme descrito pela própria organização. Os relatórios do Itaú Unibanco destacam a visão do banco de ser líder em desempenho

sustentável e em satisfação do cliente. Essa visão só é possível por meio da colaboração de seus *stakeholders*, definidos pelo banco como colaboradores, clientes, acionistas, fornecedores e sociedade. É possível observar que, no Itaú, os aspectos estratégicos sempre fizeram parte da organização, especialmente a missão, os valores e a visão do banco, expressos na ideia de que o negócio sempre caminhou de forma integrada com a sustentabilidade.

Esses aspectos foram tomados como definição de governança corporativa pela Entrevistada 01, ao afirmar que “considerando que a governança corporativa são justamente as práticas alinhadas com a missão e a visão do negócio, ela se torna importante porque gera transparência dos processos, da empresa”. A entrevistada ainda completa, ao mapear os esforços necessários: “ela é responsável por questões de equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa, que engloba responsabilidade como um todo, não apenas socioambiental, mas também fiscal, financeira e trabalhista” (Entrevistada 01). Com o objetivo de atender à crescente demanda pela estratégia ESG, o Itaú revisou sua dinâmica corporativa em relação à governança e criou um conjunto eficiente de mecanismos de monitoramento. Esse tipo de ação foi destacado como essencial pelo Entrevistado 02, ao afirmar que “medir apenas do ponto de vista quantitativo não vai resolver; aqui, é preciso ver o cenário descrito. É necessário fazer pesquisa qualitativa para entender o porquê e o como daqueles resultados”.

Por fim, o terceiro maior banco privado do sistema financeiro brasileiro tem origem espanhola, atua no Brasil desde 1982 e integra o principal conglomerado financeiro da zona do euro. Conforme descrito pela própria organização em seu site, “as operações do Santander Brasil são divididas em duas grandes estruturas: o banco comercial, que reúne todas as atividades de varejo, como atendimento a clientes e pequenas e médias empresas, e o banco de atacado, voltado a grandes empresas e operações no mercado de capitais”. Os relatórios do Santander apresentam uma avaliação e melhoria contínua da governança corporativa, direcionando esforços para o aprimoramento do ambiente de negócios no país por meio do desenvolvimento de pessoas e do estímulo ao uso do capital natural do Brasil, extremamente rico em ativos ambientais. No ambiente social, o Santander destaca-se pela promoção da educação, especialmente da educação financeira, por meio de bolsas de ensino superior, incentivo ao empreendedorismo, capacitações e cursos de microfinanças.

Nos aspectos ambientais, as principais frentes identificadas foram: eficiência energética, gestão de riscos, gestão de resíduos, mobilidade, microfinanças, educação, saneamento, energia renovável e agronegócio. O banco mapeia e atua sobre riscos como liquidez, crédito, *compliance* e *greenwashing*, além de riscos estruturais, operacionais e reputacionais que envolvem a organização, seus acionistas e clientes, o meio ambiente e a sociedade como um todo. Esse tipo de avaliação foi destacado pelo Entrevistado 03 como fator importante nas práticas ESG: “os bancos poderiam usar estratégias trazendo o relatório de sustentabilidade para o econômico. O relatório é o mais importante, a apresentação da materialidade estratégica, explicando quais são os riscos e oportunidades”. Para o En-

trevistado 03, quando isso é apresentado a um *stakeholder*, é possível compreender o que está acontecendo na empresa com base nos princípios da transparência e da clareza. Essa percepção é sintetizada em sua conclusão: “não tem como esconder muitas coisas num relatório integrado” (Entrevistado 03).

4.2 Análise dos resultados financeiros

Iniciando pela análise da bolsa de valores brasileira, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) mostra-se um intermediário na relação entre o mercado de capitais e o ESG. O índice possui sua metodologia baseada nas respostas obtidas por meio do questionário aplicado às empresas que desejam se destacar nesse segmento. Ao final de cada exercício fiscal, a Bolsa, Balcão, Brasil (B3) determina quais empresas irão compor o índice no ano seguinte. Durante o período deste estudo, os três bancos analisados integraram o ISE B3, tendo, portanto, suas ações expostas a investidores que buscam títulos ou empresas com viés sustentável e ético.

No gráfico a seguir (Figura 2), apresenta-se a comparação entre as ações dos bancos Bradesco (BBDC4), Itaú Unibanco (ITUB4) e Santander (SANB11) e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), no período de 2018 a 2021.

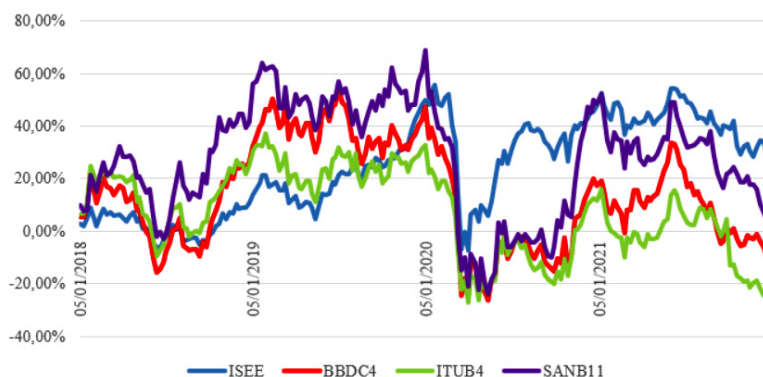


Figura 2 Comparação das ações dos bancos e do ISE B3.

O comportamento das ações, quando comparadas entre si, não apresenta diferenças significativas. As quatro quedas mais expressivas ocorreram inicialmente no final do primeiro semestre de 2018, marcando a primeira variação negativa de todas as ações e do índice, o que pode estar relacionado ao clima de tensão no mercado internacional, em razão das disputas comerciais entre Estados Unidos e China, importantes parceiros comerciais do Brasil. No cenário nacional, o fator mais relevante para esse período pode ter sido o ano eleitoral, comumente associado a um contexto de incertezas políticas e econômicas. Em consonância com essa relação, o Entrevistado 02 afirma que “o papel do Estado se mistura com essas mudanças comportamentais ou com a direção estratégica das organizações, do

ponto de vista do ESG. A grande questão é quanto as autoridades públicas devem intervir, sem que o negócio perca competitividade, sempre existe essa diferença, mas eles têm esse papel importante". As duas quedas seguintes ocorreram entre 2020 e 2021: uma no final do primeiro trimestre de 2020 e outra no início do segundo semestre de 2020, como consequência da pandemia de Covid-19.

Por fim, a última queda ocorreu no final de 2021, podendo também estar relacionada ao aumento dos casos de infecção pelo vírus. Nesse período, as ações do Bradesco e do Itaú Unibanco foram as únicas que ficaram abaixo de 0% de variação, enquanto o ISE B3 e as ações do Santander, embora também tenham apresentado queda, permaneceram acima desse percentual. Vale mencionar que, ao final da segunda queda, ocorrida no primeiro trimestre de 2020, o Índice de Sustentabilidade Empresarial não acompanhou o comportamento das ações bancárias de forma tão próxima, apresentando uma valorização superior à das instituições. O Entrevistado 05 afirma que "esse fato observado pode estar relacionado a uma maior conscientização sobre sustentabilidade daqueles que atuam no mercado de capitais, e a disseminação de diretrizes voltadas para a sustentabilidade, já que a pandemia esteve vinculada, entre outros princípios, aos sociais, geográficos e ambientais".

Para reunir evidências de que esse movimento semelhante ao de um índice ESG tornaria os bancos instituições mais lucrativas, o Entrevistado 03 concorda ao afirmar: "quando estamos falando de indicadores, estamos falando de normas padrão que trarão esses resultados, minha opinião de que eles são mais lucrativos é porque entendo que instituições financeiras são responsáveis por contribuir com esse capital e que, em algum momento, uma boa parte das empresas vai precisar delas para acessar esse capital".

Ao analisar as informações apresentadas nesta seção, observou-se uma divisão entre as conclusões dos especialistas entrevistados quanto à relação entre lucratividade e práticas ambientais, sociais e de governança adotadas pelos bancos, não sendo possível chegar a uma conclusão definitiva. Enquanto parte dos entrevistados identificou que as práticas ESG contribuíram diretamente para uma maior lucratividade dos bancos analisados, outros concluíram que a mitigação dos riscos decorrente dessa estratégia foi o principal fator responsável pelos resultados observados, configurando, assim, uma pré-causalidade.

Outro ponto a ser destacado é que o lucro líquido dos bancos, nos períodos analisados, foi expressivo, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 Rentabilidade dos bancos.

Bancos	Anos analisados			
	2018	2019	2020	2021
Bradesco	17,8%	19,4%	13,4%	17,6%
Itaú Unibanco	19,5%	21,5%	13,6%	18,6%
Santander	18,7%	20,3%	17,1%	19,0%

Nos quatro anos analisados, o Santander foi o banco que apresentou a menor variância (0,02%), permanecendo acima dos outros dois durante 2020 e 2021, além de registrar a maior lucratividade combinada no período. Em seguida, aparece o Itaú, que apresentou o melhor percentual entre os bancos em 2019, mas registrou a queda mais significativa em 2020. O Bradesco apresentou a menor lucratividade combinada no período, embora tenha registrado a segunda menor variância. O Entrevistado 03 especulou que, mesmo com a pandemia, os lucros desses bancos permaneceram expressivos devido aos seus canais digitais, como *internet banking* e aplicativos móveis, já que era possível realizar praticamente todos os serviços oferecidos pelas agências, que permaneceram fechadas durante a maior parte desses dois anos. Ao longo dos quatro anos, a lucratividade dos bancos foi positiva e apresentou baixa variação, exceto em 2020, quando atingiu 0,04%.

Para responder sobre os sinais de ganho de lucratividade desses bancos desde a adoção das práticas ESG, o Entrevistado 04 corrobora essa ideia: "na minha opinião, essa perspectiva pode estar correta. Em sua maior parte, as empresas aproveitam as oportunidades de ganhos mais óbvias. Depois, há as menos óbvias, ou mais contingentes, que dependem de outras variáveis. O desafio é transformar esses ganhos 'marginais' em ganhos concretos. Em alguns casos, o desafio está dentro das empresas, na gestão. Em outros, está fora das empresas e do ecossistema de negócios. E, em alguns casos, a prática gera mais custos do que lucro. Então, o governo precisa intervir de forma mais contundente". Contudo, em oposição ao que foi exposto, o Entrevistado 02 enfatiza que "é muito difícil, hoje, concluir de forma generalizada que o investimento ESG gera lucratividade, mas o investimento ESG mitiga ou reduz riscos corporativos que atingem os pilares da sustentabilidade".

As ações de sustentabilidade corporativa dos bancos devem ser comparadas levando em conta o contexto da pandemia. De modo geral, todos os bancos já estavam engajados e promoviam ações alinhadas aos pilares ESG, seja na disseminação da eficiência energética em suas propriedades, seja na promoção de setores ambientalmente sustentáveis, como energia renovável, transporte limpo e conservação da biodiversidade, por meio de financiamentos com linhas de crédito mais atrativas. Na gestão dos riscos ambientais e sociais, adotaram políticas de *due diligence* em suas operações, além de promover inclusão financeira e social para beneficiar pessoas em situação de vulnerabilidade, apoiando e financiando projetos comunitários e ações voltadas à educação. Também envolveram *stakeholders* e acionistas para ampliar a transparência por meio da divulgação de relatórios e da manutenção de diálogo aberto com ONGs, sociedade, fornecedores e demais integrantes da organização.

Após o início do período pandêmico, houve impactos significativos nas ações dos bancos e, nos relatórios integrados, é possível perceber o aumento da preocupação com a saúde e a segurança da sociedade. Foram realizados esforços em prol do bem-estar da população, e ficou evidente que o diálogo com os *stakeholders* foi importante para

o desempenho dos bancos. Houve mobilização para informar, cuidar, arrecadar recursos e promover doações nos primeiros meses da pandemia. Destacam-se ações voltadas ao combate dos efeitos da pandemia, focadas na filantropia empresarial, como o incentivo a pequenas costureiras para produzirem máscaras que foram adquiridas pelos bancos e doadas a pessoas em situação de vulnerabilidade social. O incentivo ao crédito, a flexibilização e a renegociação de dívidas, em razão do cenário econômico do país, também foram ressaltados entre 2020 e 2021. Houve, ainda, a disponibilização de recursos para hospitais de campanha e para o desenvolvimento de vacinas por instituições competentes.

Não foram encontradas indicações suficientes, nos relatórios, que demonstrassem o desvio de esforços e recursos dos bancos entre setores-chave da economia brasileira, como infraestrutura, agricultura e tecnologia, para a promoção da saúde, da ciência e do empreendedorismo social. Contudo, diante do contexto da pandemia, é possível perceber que houve uma desaceleração nesses setores da economia e, com isso, menor utilização dos recursos bancários. Deve-se notar que, mesmo em um momento atípico para o mundo, os bancos não deixaram de promover ações relacionadas ao ESG, fato levantado no referencial teórico e justificado pelo Entrevistado 05: "ESG torna-se importante porque discute-se a relevância da Responsabilidade Social Corporativa no mundo dos investimentos. Organizações financeiras, que possuem grandes fundos de investimento, percebem que seus investidores querem investir em ativos com maior segurança, e os ativos mais seguros hoje são aqueles que melhor gerenciam seus aspectos ESG".

Para reforçar a existência de movimentos semelhantes e a resiliência financeira dos bancos em relação ao ESG na bolsa de valores, os entrevistados concluíram que "Bradesco, talvez por possuir mais pessoas jurídicas, valoriza os aspectos de governança. Itaú é mais social, e Santander é mais educacional e social, mas isso não é um problema porque ESG deve ser um tripé. O desenvolvimento das práticas dentro desse tripé pode se compensar mutuamente, independentemente da frente de atuação" (Entrevistado 01). De forma complementar, o Entrevistado 02 acredita que o desempenho na bolsa brasileira e a semelhança com o índice ISE desses bancos têm alguma correlação "porque todos estão alinhados com a ordem econômica e há esse viés. As três estratégias ESG são similares, pois têm as mesmas perspectivas ESG, adotando os mesmos critérios e seguindo o mesmo caminho". Na sequência, o Entrevistado 04 afirma que "trazer o índice B3 já é uma forma, porque já temos algo para avaliar esse desempenho. ESG possui aspectos quantitativos e qualitativos, e a análise do desempenho das estratégias deve convergir para métodos mistos para realizar esse tipo de avaliação de impacto". Esse impacto foi discutido pelo Entrevistado 03 sob a perspectiva dos bancos: "é sempre positivo porque, quando investem em sustentabilidade corporativa, estão investindo na redução de riscos. Se uma empresa gera menos risco, então ela se torna mais estável e mais resiliente também em questões econômicas, isso não é uma inferência, é um fato".

4.3 Análise das entrevistas

Empiricamente, é possível notar que as práticas descritas pelos bancos e os resultados positivos observados ao longo dos quatro anos de análise parecem apresentar alguma relação. Além disso, as respostas obtidas nas entrevistas foram comparadas e analisadas para identificar a recorrência das declarações, conforme mostrado na Figura 3.



Figura 3 Nuvem de palavras das entrevistas.

A Figura 3 mostra as palavras mais recorrentes durante as entrevistas, e a proximidade com que essas palavras aparecem indica sua associação. Há um consenso quanto à necessidade de aplicar e disseminar o ESG em todo o ambiente de negócios. A principal diferença observada nas entrevistas refere-se à adaptação das organizações às práticas ambientais, sociais e de governança, uma vez que as responsabilidades variam conforme a estrutura, o porte e a disponibilidade de recursos de cada empresa.

Em resumo, o que foi identificado nos Relatórios Integrados dos bancos e nas referências bibliográficas analisadas para caracterizar as práticas ESG do Bradesco, Itaú e Santander é semelhante ao que foi observado na pesquisa de campo. Para facilitar essa comparação, a Figura 4 ilustra um dendrograma com três classes de palavras, gerado com o auxílio do software IRAMUTEQ.

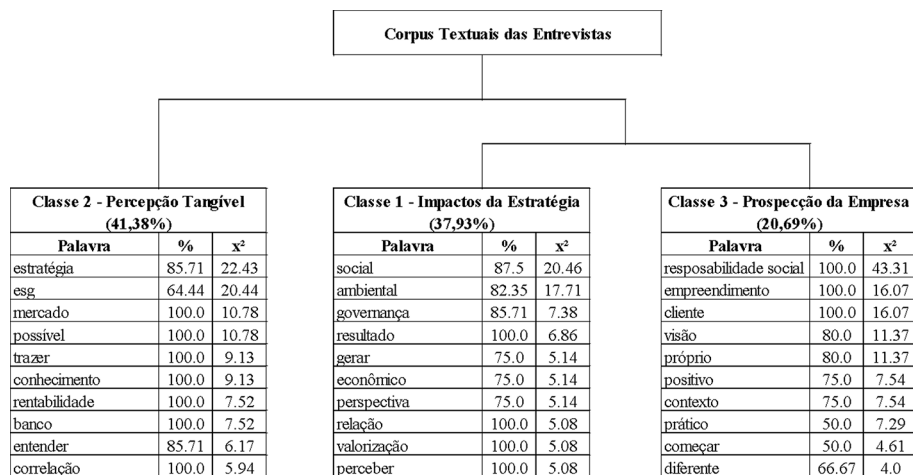


Figura 4 Dendrograma das entrevistas.

A representação esquemática do dendrograma das entrevistas cria um agrupamento hierárquico das palavras obtidas por meio da pesquisa de campo. Nele, as palavras são ordenadas com base no valor do qui-quadrado, que, por definição, representa a força da associação entre as palavras e as classes identificadas na análise. Também é apresentada a incidência do uso dessas palavras nas diferentes entrevistas, sendo que 100,0 significa que a palavra foi utilizada em todas as cinco entrevistas.

As palavras foram separadas em três classes principais, das quais a segunda é independente, mas relacionada às classes um e três, que são interdependentes. A classe dois, denominada percepção tangível, reúne os aspectos considerados mais perceptíveis para os *stakeholders* e acionistas, com palavras como estratégia, ESG e bolsa. Nessa classe, os entrevistados fizeram associações sobre como acionistas e *stakeholders* poderiam perceber os reflexos de questões relacionadas à sustentabilidade corporativa.

A classe um, denominada impactos da estratégia, está focada em apresentar a percepção econômica do ESG para os próprios bancos. Por fim, a classe três apresenta a prospecção das empresas, relacionando aspectos de responsabilidade social e visão como ferramentas principais para o futuro do empreendimento.

A partir dessa figura, foi possível relacionar as entrevistas com o que foi identificado nos Relatórios Integrados dos bancos, uma vez que todas as respostas podem ser diretamente vinculadas aos resultados apresentados, conforme mostra a Figura 1.

5. DISCUSSÃO

Rigorosamente, o contínuo sucesso do Bradesco pode ser observado por meio da integração dos elementos ambiental, social e de governança, que, em 2021, passaram a

ser cuidadosamente observados como uma estratégia única: o ESG. O crescimento da organização, assim como o das demais analisadas, passa por um momento de transição na economia, com demandas cada vez mais precisas de seus clientes, investidores, órgãos governamentais e fiscalizadores, acionistas e do próprio corpo administrativo do banco. Observou-se que, por meio da aplicação dessa estratégia – que sempre esteve presente na trajetória do banco – foi possível identificar oportunidades e mitigar riscos, potencializando seu desempenho.

O Itaú Unibanco, por sua vez, apresentou os relatórios mais completos, proporcionando uma base sólida para a identificação de suas práticas e, além disso, demonstrou maior envolvimento nas práticas ambientais, sociais e de governança. Questões ambientais parecem ter sido, desde cedo, foco da instituição, tornando a estratégia ESG presente mesmo quando a sigla ainda não era amplamente conhecida, o que agrega valor à organização. O Itaú Unibanco destaca-se na promoção de impactos positivos na sociedade e é reconhecido como o único banco da América Latina a integrar o Índice de Sustentabilidade Dow Jones desde sua criação. Além de alinhar seus objetivos aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), o Itaú integra a carteira de índices de sustentabilidade da B3 desde o início. O banco demonstra preocupação em gerenciar os recursos de seus clientes de forma ética e responsável, conquistando sua confiança e reforçando seu compromisso com a longevidade e a sustentabilidade dos negócios.

Por fim, o compromisso do Santander com a sociedade não se limita à realização de negócios no presente. Existe uma preocupação evidente com o futuro dos negócios e, sobretudo, com o contexto geográfico e social em que o banco atua. Essa visão de futuro fortalece a qualidade de seus negócios e a continuidade de suas ações. O cuidado com o meio ambiente, por meio de investimentos em energias renováveis, e a pluralidade em todos os níveis da governança corporativa são alguns dos aspectos que merecem destaque. Soma-se a isso o apoio à educação e a projetos voltados à formação de profissionais, como a iniciativa Santander Universities, que busca promover ações voltadas ao ensino superior por meio do estabelecimento de parcerias e do fortalecimento do relacionamento com universidades e sua cadeia de valor.

À medida que as questões ESG ganham importância na economia, os aspectos ambientais, sociais e de governança passam a ser não apenas temas éticos a serem considerados por bancos e outras empresas, mas também indicadores relevantes para a avaliação de seu desempenho. Tradicionalmente, o sistema financeiro é avaliado principalmente por critérios de retorno, liquidez e riscos diretamente atribuídos aos ativos. Quando a responsabilidade ambiental, social e de governança passa a ser considerada um fator relacionado à continuidade dos negócios, incorpora-se uma nova perspectiva de avaliação. Com base no que foi observado nos bancos analisados, a estratégia ESG passou a integrar a missão e os valores das empresas, contribuindo para a criação de valor para

as marcas, o fortalecimento da confiança dos colaboradores, o relacionamento com os acionistas e a aproximação com os demais *stakeholders*.

Como contribuição, o reconhecimento dos fatores ESG no âmbito financeiro desafia o método convencional de avaliação de ativos e investimentos, fomentando o desenvolvimento de novas abordagens que incorporem essas variáveis.

Nesse sentido, este capítulo sustenta que os bancos devem mensurar seu sucesso não apenas em termos financeiros, mas também a partir de seus compromissos éticos. Ao fazê-lo, fortalecem sua cultura corporativa com os valores ESG, ampliando o valor da marca, inspirando confiança entre os colaboradores, fortalecendo o relacionamento com os acionistas e estreitando os vínculos com os diversos *stakeholders*. Essa integração estratégica dos princípios ESG possui implicações relevantes para a sustentabilidade e a vantagem competitiva das organizações.

6. CONCLUSÃO

O principal objetivo deste trabalho foi descrever a estratégia ESG adotada pelos três maiores bancos privados, analisando os efeitos dessa abordagem sobre seus desempenhos na bolsa de valores brasileira, bem como as percepções dos especialistas consultados acerca dessa problemática de pesquisa.

Atribuir a adoção do ESG ao ganho de lucratividade dos três bancos no período analisado mostrou-se plausível, segundo a percepção dos entrevistados. Os resultados dos bancos cresceram e se mantiveram positivos mesmo em períodos de adversidade. Além disso, suas carteiras de ativos acompanharam o movimento do mercado e apresentaram correlação positiva com o principal índice de sustentabilidade corporativa, mesmo diante da multidimensionalidade dos fatores que influenciam a rentabilidade e da parcela desses resultados que pode ser atribuída às práticas ambientais, sociais e de governança.

Destaca-se que os bancos deixaram de tomar decisões baseadas unicamente nos interesses da organização, desconsiderando fatores exógenos, e passaram a compreender e considerar a pluralidade de suas relações com o espaço que ocupam, a sociedade na qual estão inseridos e os princípios que contribuem para sua longevidade e continuidade. Ao mesmo tempo, sua eficiência financeira tende a aumentar à medida que os riscos diminuem, e a percepção do mercado se modifica, uma vez que a adesão a essa estratégia representa uma visão de longo prazo. Como esses bancos já incorporam essa perspectiva em suas práticas, encontram-se em posição favorável nesse processo.

A adesão às questões de sustentabilidade, especialmente por parte das empresas com ações negociadas em bolsa, tornou-se uma das estratégias empresariais mais relevantes para gestores e investidores, diante da possibilidade de que a adoção de práticas ESG aumente a competitividade das empresas e amplie seus impactos positivos na sociedade. Esse movimento ocorre em consonância com os avanços nas condições socioeconômicas

do setor bancário brasileiro durante o período analisado, contribuindo para maior estabilidade dessas instituições e maior rentabilidade para seus acionistas.

Do ponto de vista teórico, o estudo contribui ao reforçar a importância de compreender o ESG não como um conjunto de práticas isoladas, mas como parte integrante da governança corporativa e da criação de valor sustentável. Os achados também evidenciam que o desempenho financeiro positivo pode ser compatível com a responsabilidade socioambiental, contrariando a visão tradicional de que investimentos sustentáveis implicam custos adicionais sem retorno tangível.

Em síntese, os resultados apontam que a incorporação efetiva de práticas ESG pelos bancos privados brasileiros constitui uma estratégia de criação de valor sustentável, contribuindo para o fortalecimento do sistema financeiro, a estabilidade econômica e a promoção de uma economia mais inclusiva e responsável.

Apesar dos resultados relevantes, este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos achados. As percepções dos entrevistados refletem interpretações individuais, sujeitas a vieses decorrentes da experiência e do posicionamento profissional. Essa limitação, contudo, não compromete a relevância do trabalho. Para pesquisas futuras, recomenda-se ampliar o número de entrevistados, de modo a diversificar a amostra, possibilitar a identificação de novas perspectivas e críticas à associação investigada e fortalecer a análise dos dados. Além disso, o uso de uma abordagem metodológica mista mostra-se adequado para aprofundar a investigação desse tema.

REFERÊNCIAS

- Al-Jalahma, A., Al-Fadhel, H., Al-Muhanadi, M., & Al-Zaimoor, N. (2020). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm performance: Evidence from GCC banking sector. In *2020 International Conference on Decision Aid Sciences and Application (DASA)* (pp. 54–58). IEEE.
- Arjaliès, D. L., & Bansal, P. (2018). Beyond numbers: How investment managers accommodate societal issues in financial decisions. *Organization Studies*, 39(5–6), 691–719.
- Atkinson, G. (2000). Measuring corporate sustainability. *Journal of Environmental Planning and Management*, 43(2), 235–252.
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. Edições 70. (Obra original publicada em 1977)
- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2022). Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 777–812.
- Bebbington, J., & Unerman, J. (2020). Advancing research into accounting and the UN sustainable development goals. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(7), 1657–1670.
- Beunza, D., & Garud, R. (2007). Calculators, lemmings or frame-makers? The intermediary role of securities analysts. *The Sociological Review*, 55(2_suppl), 13–39.
- Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG investing: Practices, progress and challenges*. OECD Publishing.

Bowen, H. R. (2013). *Social responsibilities of the businessman*. University of Iowa Press. (Obra original publicada em 1953)

Brito, R. P. D., & Berardi, P. C. (2010). Vantagem competitiva na gestão sustentável da cadeia de suprimentos: Um metaestudo. *Revista de Administração de Empresas*, 50(2), 155–169.

Brito, L. A. L., & Vasconcelos, F. C. (2004). Performance of Brazilian companies: Year effects, line of business and individual firms. *BAR – Brazilian Administration Review*, 1(1), 1–15.

Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295.

Crifo, P., Durand, R., & Gond, J.-P. (2019). Encouraging investors to enable corporate sustainability transitions: The case of responsible investment in France. *Organization & Environment*, 32(2), 125–144.

da Silva Vinhado, F., & Divino, J. A. (2013). Determinantes da rentabilidade das instituições financeiras no Brasil. *Análise Econômica*, 31(59).

de Freitas Brandão, I., & Coelho, A. C. D. (2016). Estrutura de propriedade e desempenho econômico-financeiro em instituições bancárias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 8(1).

DesJardine, M. R., Marti, E., & Durand, R. (2021). Why activist hedge funds target socially responsible firms: The reaction costs of signaling corporate social responsibility. *Academy of Management Journal*, 64(3), 851–872.

Dewi, N. M. S., Putri, M. D. Y., Indraswari, N. P. P. G., & Dewi, N. K. A. C. (2024). Implementation of sustainability financial accounting: Analysis of the influence of ESG performance on the financial performance of public companies in Indonesia. *Journal Management and Hospitality*, 2(1), 1–7.

Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097.

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.

Ferreira, L. B. G. R., & Malanski, L. K. (2023). Economic freedom and environmental, social, governance practices: An analysis of the financial sector in the Americas. *BAR – Brazilian Business Review*.

Freeman, R. E. (2017). Five challenges to stakeholder theory: A report on research in progress. In *Stakeholder management* (pp. 1–20). Emerald Publishing.

Frostenson, M., Helin, S., & Arbin, K. (2022). Organizational sustainability identity: Constructing oneself as sustainable. *Scandinavian Journal of Management*, 38(3), 101229.

Frynas, J. G., & Yamahaki, C. (2016). Corporate social responsibility: Review and roadmap of theoretical perspectives. *Business Ethics: A European Review*, 25(3), 258–285.

Glaser, B. G., & Strauss, A. L. (1966). The purpose and credibility of qualitative research. *Nursing Research*, 15(1), 56–61.

Hehenberger, L., Harling, A. M., & Scholten, P. (2013). *A practical guide to measuring and managing impact*. European Venture Philanthropy Association.

Hehenberger, L., Mair, J., & Metz, A. (2019). The assembly of a field ideology: An idea-centric perspective on systemic power in impact investing. *Academy of Management Journal*, 62(6), 1672–1704.

Herzig, C., & Schaltegger, S. (2011). Corporate sustainability reporting. In W. Leal Filho (Ed.), *Sustainability communication: Interdisciplinary perspectives and theoretical foundation* (pp. 151–169). Springer.

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297–317.

Kimitaka, N., Unerman, J., & Kokubu, K. (2021). Motivations for voluntary corporate adoption of integrated reporting: A novel context for comparing voluntary disclosure and legitimacy theory. *Journal of Cleaner Production*, 322, 129027.

King, N., Brooks, J., & Horrocks, C. (2018). *Interviews in qualitative research*. SAGE.

Knoepfel, I., & Hagart, G. (2009). *Future proof? Embedding environmental, social, and governance issues in investment markets: Outcomes of the Who Cares Wins Initiative 2004–2008*. World Bank Group.

Koroleva, E., Baggieri, M., & Nalwanga, S. (2020). Company performance: Are environmental, social, and governance factors important? *International Journal of Technology*, 11(8), 1468–1477.

Ligteringen, E. (2012). Caminhando e conversando: *Stakeholders*, juntos, a caminho de uma economia verde. *Desenvolvimento Sustentável*, 2015, 15–30.

Lo, K. Y., & Kwan, C. L. (2017). The effect of environmental, social, governance and sustainability initiatives on stock value: Examining market response to initiatives undertaken by listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 606–619.

Marti, E., Fuchs, M., DesJardine, M. R., Slager, R., & Gond, J.-P. (2023). The impact of sustainable investing: A multidisciplinary review. *Journal of Management Studies*.

Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574.

Monteiro, G. F. A., Miranda, B. V., Rodrigues, V. P., & Saes, M. S. M. (2021). ESG: Disentangling the governance pillar. *RAUSP Management Journal*, 56, 482–487.

Montiel, I., & Delgado-Ceballos, J. (2014). Defining and measuring corporate sustainability: Are we there yet? *Organization & Environment*, 27(2), 113–139.

Murata, R., & Hamori, S. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 70.

Pereira Filho, A. D., & Louvet, P. (2011). Efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre estrutura de capital e rentabilidade. *Revista de Administração da UNIMEP*, 9(1), 49–72.

- Petrini, M., & Pozzebon, M. (2010). Integrating sustainability into business practices: Learning from Brazilian firms. *BAR – Brazilian Administration Review*, 7(4), 362–378.
- Rinaldi, L., Unerman, J., & de Villiers, C. (2018). Evaluating the integrated reporting journey: Insights, gaps and agendas for future research. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(5), 1294–1318.
- Shaik, S. S. (2024). Accounting for economic sustainability: Environmental, social and governance perspectives. *Saudi Journal of Business and Management Studies*, 9(8), 169–176.
- Silva, D. S. O., & da Silva Santos, V. (2022). Análise da rentabilidade das empresas inscritas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. *RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 21(3).
- Silva, F. É. D., & Mascena, K. M. C. D. (2024). The relationship between ESG and financial performance in Brazilian companies. *Revista de Administração da UFSM*, 17(4), e3.
- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Tese de doutorado, Universidade de São Paulo).
- Sundarasan, S., Rajagopalan, U., & Alsmady, A. A. (2024). Environmental accounting and sustainability: A meta-synthesis. *Sustainability*, 16(21), 9341.
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45–57.
- Teh, D., & Khan, T. (2024). Sustainability-focused accounting, management, and governance research: A bibliometric analysis. *Sustainability*, 16(23), 10435.
- Weiss, A. R. (1995). Cracks in the foundation of stakeholder theory. *Electronic Journal of Radical Organization Theory*, 1(1), 1–13.
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16(4), 691–718.
- Yan, S., Almandoz, J., & Ferraro, F. (2021). The impact of logic (in)compatibility: Green investing, state policy, and corporate environmental performance. *Administrative Science Quarterly*, 66(4), 903–944.
- Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods* (5th ed.). SAGE.