



PPGCCA
Programa de
Pós-graduação
Direito, Ciências
Contábeis e
Administração

ISSN: 1983-6635



RGO
Revista Gestão
Organizacional



fapesc
Fundação de Amparo à
Pesquisa e Inovação do
Estado de Santa Catarina



OPEN ACCESS

Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.

EFEITO DA DIVERSIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA RELAÇÃO ENTRE ESG E DESEMPENHO DE MERCADO¹

THE EFFECT OF BOARD DIVERSITY ON THE RELATIONSHIP BETWEEN ESG AND MARKET PERFORMANCE

VAGNER HORZ

Universidade Regional de Blumenau (FURB)
Mestre em Contabilidade
0000-0002-7420-9750
vhorz@furb.br

SAMUEL LYNCON LEANDRO DE LIMA

Universidade Regional de Blumenau (FURB)
Doutor em Ciências Contábeis e Administração
0000-0003-3956-3575
slilima@furb.br

MÁRCIA ZANIEVICZ SILVA

Universidade Regional de Blumenau (FURB)
Doutora em Ciências Contábeis e Administração
0000-0003-1229-7705
mzsilva@furb.br

MICHELI APARECIDA LUNARDI

Universidade Regional de Blumenau (FURB)
Doutora em Ciências Contábeis e Administração
0000-0003-0622-928X
malunardi@furb.br

Submissão: 20/02/2023. Revisão: 17/03/2025. Aceite: 07/04/2025. Publicação: 09/07/2025.

Como citar: Horz, V., Lima, S. L. L., Silva, M. Z., Lunardi, M. A (2025). Efeito da diversidade do conselho de administração na relação entre ESG e desempenho de mercado. RGO - Revista Gestão Organizacional, 18(1), 46-63. <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v18i1.7539>

RESUMO

Objetivo: Analisar a influência da diversidade de gênero no conselho de administração (DGC) na relação entre a Governança Ambiental, Social e Corporativa (ESG) e o desempenho de mercado das companhias listadas nas bolsas de valores dos países emergentes.

Método/abordagem: A amostra é formada por companhias listadas nas bolsas de valores do bloco econômico formado pelos países pertencentes ao BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, com dados disponíveis na Refinitiv Eikon®, para o período de 2007 a 2021. A

¹ Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.

técnica estatística para a análise foi a modelagem de regressão com dados em painel, com estimador OLS, por país.

Principais Resultados: evidenciam que (i) nas companhias africanas, chinesas, indianas e russas a ESG se relaciona positivamente com o desempenho de mercado; (ii) a DGC tem uma relação positiva com o desempenho de mercado das empresas russas, já nas companhias dos outros países estudados foi encontrada a relação negativa e neutra (não significativo); (iii) as companhias chinesas, indianas e russas a DGC influenciam a relação entre a ESG e o desempenho de mercado.

Contribuições teóricas/práticas/sociais: (i) os achados deste estudo ampliam e fortalecem as conclusões de estudos sobre a relevância da diversidade de gênero nos conselhos de administração; (ii) apresentam evidências relevantes sobre a consolidação e acentuação das políticas DGC e a propensão das práticas de ESG, no contexto de países emergentes; (iii) no contexto prático os resultados contribuem para o aperfeiçoamento das decisões gerenciais e capacidades de ação estratégica destinadas às equipes da alta administração em temas relacionados a ESG.

Originalidade/relevância: Explorar a relevância dos efeitos DGC nos processos de decisão quanto ao ESG e o desempenho de mercado das empresas em países emergentes.

Palavras-chave: Diversidade de Gênero. Governança Ambiental, Social e Corporativa. ESG. Desempenho de mercado. BRICS.

ABSTRACT

Purpose: analyze the influence of gender diversity on the board of directors (BDG) on the relationship between Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) and market performance of companies listed on emerging country stock exchanges.

Method/approach: The sample was defined by the listed companies of the economic bloc formed by Brazil, Russia, India, China and South Africa - BRICS, whose data were collected at the Refinitiv Eikon® base, considering the period from 2007 to 2021. For data analysis, regression modeling was used with panel data, with OLS estimator, by country.

Main findings: show that in African, Chinese, Indian and Russian companies ESG is positively related to market performance. The findings show that the BDG has a positive relationship with the market performance of Russian companies, while in the companies of other countries studied was found negative and neutral relationship (not significant). In Chinese, Indian and Russian companies it is perceived that BDG has a moderating effect on the relationship between ESG and market performance.

Theoretical, practical/social contributions: the findings contribute to the consolidation and accentuation of BDG policies and the propensity of ESG practices provides the engagement and strengthening of companies operating in emerging markets, in a practical way favors the improvement of managerial decisions and strategic action capabilities of top management teams in ESG.

Originality/relevance: The understanding and relevance of BDG effects on ESG decision processes and the market performance of companies in emerging countries.

Keywords: Gender Diversity. ESG. Market performance. BRICS

1 INTRODUÇÃO

ESG é um tema de interesse dos pesquisadores e intensamente debatido no ambiente corporativo (Wang & Sarkis, 2017; Li, He, Dbouk & Zhao, 2021). Estudos têm centrado atenção na relação entre as práticas de ESG e o desempenho organizacional (Feng, Chen & Tseng, 2018; Karmani & Boussaada, 2021). Uma das inquietações diz respeito à relação entre ESG e o desempenho de mercado, na qual ainda não há um consenso na literatura (Costa et al., 2018; González-Rodríguez et al., 2021; Ruan & Liu, 2021).

Apesar dos resultados mistos, a ESG tem atraído a atenção de investidores, os quais atuam para incentivar os gestores a melhorarem as práticas de ESG (Kwon & Lee, 2019, Li et al., 2021). Como evidencia o comunicado direcionado aos CEOs, Larry Fink, o CEO e presidente da maior gestora de ativos do mundo, ressalta que as empresas devem adaptar suas operações considerando os fatores ESG para identificar oportunidades estratégicas e obter vantagem competitiva (Atkins, 2018). Cabe destacar que a competitividade de mercado atua como um fator regulador das práticas de gestão empresarial (Kwon & Lee, 2019, Li et al., 2021).

Outro aspecto investigado como relevante para a ESG diz respeito a características específicas do conselho de administração (Rao & Tilt, 2016; Birindelli et al., 2018; Prudêncio et al., 2021). Dentre os componentes do conselho de administração, a diversidade de gênero tem se mostrado uma variável que contribui para a melhoria das práticas de ESG nas empresas (Rao & Tilt, 2016; Birindelli et al., 2018; Prudêncio et al., 2021).

Dessa maneira, o estudo tem por objetivo ampliar os achados ao supor que características do conselho influenciam a relação entre ESG e o desempenho de mercado das empresas. Considerando esse contexto, verifica-se uma lacuna na literatura no que se refere à intersecção entre a agenda ESG e o papel da diversidade de gênero nos conselhos das empresas. Adicionalmente, com o intuito de abranger um contexto relevante de pesquisa, centra-se a atenção nas empresas de capital aberto sediadas no bloco econômico formado pelo Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul – BRICS. O BRICS, constituído por países emergentes, contempla um mercado de capitais formado por empresas que tendem a adotar melhores práticas corporativas visando atrair investimentos (Lavin, & Montecinos-Pearce, 2021; Ruan & Liu, 2021). Diante disso, investiga-se a influência da DGC na relação entre a ESG e o desempenho de mercado? Portanto, objetiva-se analisar a influência da DGC como fator moderador na relação entre a ESG e o desempenho de mercado das companhias listadas nas bolsas de valores dos países membros do BRICS.

A pesquisa justifica-se pela necessidade de compreender os efeitos da DGC sobre os processos decisórios relacionados quanto ao ESG e o desempenho de mercado das empresas em países emergentes, bem como comparar esses efeitos entre os países que compõem o BRICS países do BRICS. Busca-se entender a relevância da participação feminina nos conselhos de administração no envolvimento nas ações e divulgações ESG (Rao & Tilt, 2016; Birindelli et al., 2018). Consequente, demonstrar como a heterogeneidade no conselho de administração se converte em vantagem competitiva e impacta positivamente o desempenho das empresas (Garanina & Muravyev, 2021; Sun & Zou, 2021).

O estudo busca oferecer contribuições para a literatura na consolidação e acentuação das políticas DGC e a propensão das práticas de ESG para o fortalecimento das empresas que atuam em mercados emergentes como nas nações integrantes do BRICS. Referente as contribuições práticas, destaca-se aos reguladores, gestores e investidores a pertinência da diversidade de gêneros para aperfeiçoamento das decisões gerenciais e capacidades de ação estratégica das equipes alta administração em ESG, podendo contribuir para implementação

e aplicação de políticas adequadas e homogêneas de divulgação de ESG para promover credibilidade e favorecer o valor de mercado das empresas.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 ESG E DESEMPENHO DE MERCADO

ESG é uma estratégia empresarial que contribui para a geração de valor, ao possibilitar que as empresas se beneficiem de oportunidades de desenvolvimento econômico, ambiental e social (Naseem et al., 2019; Karmani & Boussaada, 2021). Desse modo, as empresas reconhecem que as ações ESG favorecem a legitimidade institucional perante a sociedade, os investidores e os colaboradores e, conseqüentemente, atuam como uma vantagem competitiva a sustentabilidade nos negócios (Wang & Sarkis, 2017; Feng et al., 2018; Li et al., 2021).

Para Kwon e Lee (2019), Li et al. (2021) as práticas de ESG proporcionam um potencial competitivo às organizações, influenciando o julgamento dos investidores e as suas tomadas de decisões de investimento de capital, o que pode impactar diretamente no desempenho de mercado dessas organizações. Destarte, estudos indicam que as ações de ESG influenciam na avaliação dos investidores sobre o valor da empresa (Lin et al., 2019; Degenhart et al., 2020).

Uma relação positiva entre ESG e desempenho de mercado é evidenciada por Cahan et al. (2016) os quais, ao analisarem 21 países, concluem que os países com regulamentações mais rígidas promovem mais práticas e divulgações de ESG e que a divulgação de ESG aumenta o valor da empresa. Na mesma direção, Wang e Sarkis (2017) concluem que a ESG tem influência positiva no desempenho de mercado, medido pelo Q de Tobin. Feng et al. (2018) constataam que a ESG influencia positivamente o desempenho de mercado, proporcionando a maximização dos valores aos acionistas, despertando mais interesse dos *stakeholders* quanto à relevância dessas práticas.

No contexto de empresas chinesas, Li et al. (2019) encontram uma influência positiva entre as práticas de ESG, o desempenho econômico e de mercado, ressaltam a relevância de os gestores adotarem iniciativas que promovam o desenvolvimento sustentável nas organizações chinesas. No contexto brasileiro, Degenhart et al. (2020) constataam uma relação positiva entre a ESG e desempenho de mercado, enfatizando a relevância das empresas em investirem em ESG, uma vez que favorece o valor de mercado e beneficia a sociedade. Já no estudo González-Rodríguez et al. (2021) ao relacionar a ESG com a reputação e o desempenho de hotéis na China constataam que as práticas de ESG influenciam a reputação do hotel e que ambas (ESG e Reputação) se refletem no desempenho de mercado, contábil e não financeiro destes empreendimentos.

Apesar dos estudos supracitados indicarem relação positiva entre a ESG e diferentes métricas de desempenho, esta relação ainda não está consolidada. Estudos como os de Nekhili et al. (2017), Han et al. (2018), Buallay et al. (2020) e Ruan e Liu (2021) evidenciam uma relação negativa entre ESG e desempenho de mercado. Rodríguez-Fernandez (2016) e Costa et al. (2018) obtiveram uma relação neutra (sem significância) entre ESG e desempenho de mercado.

Embora não haja, atualmente, um consenso sobre a relação entre a ESG e o desempenho da empresa, esta pesquisa se apoia nos achados de Cahan et al. (2016), Wang e Sarkis (2017), Feng et al. (2018), Li et al. (2019), Degenhart et al. (2020) e González-Rodríguez et al. (2021), para supor que: H₁: A ESG tem uma relação positiva com o desempenho de mercado.

2.2 DIVERSIDADE DE GÊNERO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO DE MERCADO

As políticas de promoção da diversidade de gênero podem equilibrar a coesão social ao elevar o número de mulheres na alta gestão da organização, contribuindo para aperfeiçoamento das decisões gerenciais, a fim de ampliar capacidade de ação estratégica das equipes de gestão (Carter et al., 2003; Ionascu et al., 2018). Além disso, Campbell e Mínguez-Vera (2008) e Brahma, Nwafor e Boateng (2021) evidenciam que a diversidade de gênero na alta administração contribui para o aperfeiçoamento dos mecanismos de controle na governança corporativa e para a elevação do valor de mercado das empresas.

Khan e Vieito (2013) e Garanina e Muravyev (2021) constataam que a heterogeneidade no conselho de administração contribui para uma diminuição do nível de risco e melhora a avaliação de mercado, refletindo no retorno para os acionistas. Portanto, ampliação de políticas promovam a diversidade de gênero nos conselhos de administração agrega conhecimento, competências, prestígio e legitimidade às empresas (Groening, 2018; Pessoa et al., 2020).

Sun e Zou (2021) ao identificarem uma relação positiva entre a diversidade de gênero nos conselhos e o desempenho de mercado em empresas chinesas, destacam que as CEO's mulheres contribuíram para o fortalecimento das conexões políticas. De forma semelhante Garanina e Muravyev (2021) evidenciam que quanto maior a diversidade de gênero entre os membros de alta administração, melhor o desempenho de mercado e financeiro nas empresas russas. Resultado similar é observado por Mori e Richard (2019), os quais demonstram que a DGC tem efeito positivo no desempenho corporativo de empresas africanas.

Maji e Saha (2021) também constataam relação positiva entre diversidade de gênero e o desempenho de mercado de organizações indianas. Brahma et al. (2021) ao analisarem pesquisarem cem grandes empresas indianas demonstraram que representação feminina na alta administração tem relação positiva e significativa com o desempenho e ressaltam que a competência e presença de mulheres na força de trabalho contribuem para uma governança responsável e para a competitividade no mercado global.

Por outro lado, Yıldız et al. (2019) e Wang (2020) constataam uma associação negativa entre a diversidade de gênero nos conselhos e o desempenho de mercado. Além disso, estudos de Ionascu et al. (2018), Unite, Sullivan e Shi (2019) e Fernández-Temprano e Tejerina-Gaite (2020) apontaram que a diversidade de gênero nos conselhos das empresas tem efeito neutro (não significativo) sobre o desempenho de mercado. Diante dessas evidências divergentes, supõe-se teoricamente que: H_2 : A diversidade de gênero tem uma relação positiva com o desempenho de mercado.

2.3 ESG, DESEMPENHO DE MERCADO E DIVERSIDADE GÊNERO

As empresas têm se mostrado conscientes de que as práticas de ESG representam uma vantagem competitiva de longo prazo, contribuindo para o valor de mercado de ações quanto para o desempenho financeiro (Rao & Tilt, 2016; Birindelli et al., 2018). Nesse contexto, a implementação de estratégias ambientais e sociais fortalece o desempenho da sustentabilidade corporativa, promovendo mais legitimidade e credibilidade (Lavin & Montecinos-Pearce, 2021). A crescente participação de mulheres nos conselhos de administração está associada a uma percepção mais sensível e consciente em relação às ações

de ESG, fato que corrobora para o desempenho de mercado das empresas (Arayssi, Dah & Jizi, 2016). Além disso, o aumento da diversidade de gênero nos conselhos de administração contribui influencia positivamente as dimensões social e ambiental promovendo mais respeito por parte dos *stakeholders* e uma compreensão mais aprofundada das práticas de ESG (Prudêncio et al., 2021).

Conforme ressaltam Rao e Tilt (2016), Birindelli et al. (2018) e Prudêncio et al. (2021), a diversidade de gênero nesses conselhos colabora para formação de concepções mais heterogêneas e para, processo de tomada de decisões voluntários, reflexivo, o que, por consequência, fortalece as práticas de ESG. Birindelli et al. (2018) em um estudo no setor bancário, constataam que o equilíbrio de gênero nos conselhos impacta positivamente e resultando em ações estratégicas mais efetivas no âmbito do comitê de ESG.

Lavin e Montecinos-Pearce (2021) constataam que a diversidade de gênero influencia positivamente os indicadores de ESG, os achados evidenciam que a heterogeneidade no conselho de administração favorece a incorporação dos fatores de ESG nas decisões dos investidores. Por outro lado, o estudo de Dani et al. (2019) ao analisarem a relação da ESG e o desempenho econômico e financeiro mediada pela diversidade de gênero em empresas brasileiras, encontraram um resultado neutro ou seja, sem significância estatística.

Diante do exposto, apesar da quase inexistência de pesquisas que investigam o efeito da influência da DGC na relação entre ESG e desempenho de mercado e, dado os pressupostos teóricos que fundamentam as duas primeiras hipóteses de pesquisa, estima-se que: H3: A diversidade de gênero modera a relação entre a ESG e o desempenho de mercado.

Nesse sentido, a Figura 1 apresenta o constructo da pesquisa, detalhando as relações entre as variáveis selecionadas, bem como as hipóteses propostas.

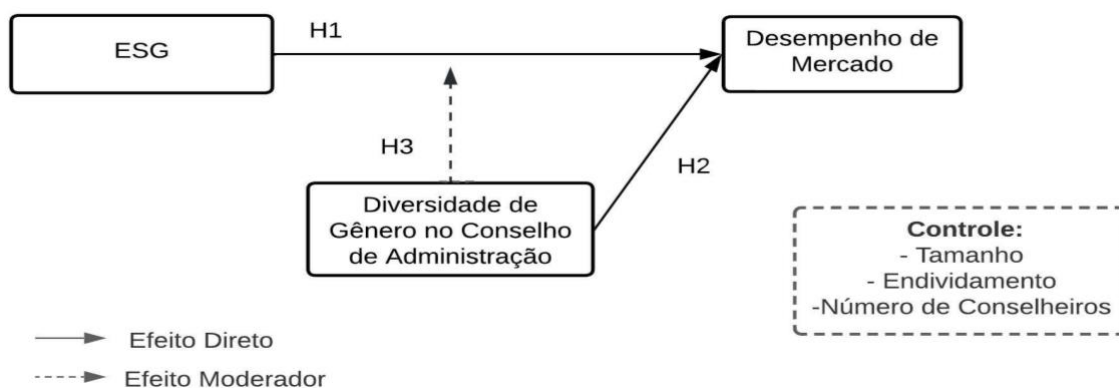


Figura 1. Modelo da pesquisa.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 DETERMINAÇÃO DA AMOSTRA, VARIÁVEIS DE PESQUISA E FONTE DE COLETA DE DADOS

A pesquisa conta com uma amostra inicial de 1.452 companhias de capital aberto dos países membros do BRICS com base nos exercícios de 2007 a 2021. A composição da amostra inicial foi definida de acordo com o filtro principal dado pelo índice ESG, na base de dados da *Refinitiv Eikon*, exigindo que a empresa apresentasse um percentual maior ou igual a zero. Das 1.452 empresas, 1.347 foram selecionadas: África do Sul, 124 (9,2%); Brasil, 127 (9,4%); China, 903 (67%); Índia, 147 (10,9%); Rússia, 46 (3,4%) todas apresentando nível de ESG.

Embora o número de empresas que apresentaram um percentual maior ou igual a zero no índice ESG seja 1.347, as observações configuram uma amostra desbalanceada, em razão das variações na apresentação do índice ESG ao longo dos 15 anos considerados no recorte

temporal. Foram excluídas da amostra as observações nulas e aquelas com patrimônio líquido negativo.

As variáveis de pesquisa foram estabelecidas com base em estudos correlatos e são sumarizadas na Tabela 1.

O emprego da variável Q de Tobin para mensuração do desempenho de mercado das empresas que representa a variável dependente do modelo se baseia em Dani et al. (2019), Brahma et al. (2021) e Garanina e Muravyev (2021). A variável associada ao ESG foi mensurada pelo índice ESG, construído com base em três pilares de governança. Esse índice ESG disponível na Refinitiv Eikon, é composto por: pilar de governança ambiental contempla 61 indicadores, relacionados à utilização de recursos, emissões e inovações. O pilar de governança social é composto por 63 indicadores referentes ao compromisso da empresa com produto, comunidade, diversidade e oportunidade. O pilar, de governança corporativa, é mensurado por 54 indicadores de comprometimento com a eficácia da gestão da empresa (Naseem et al., 2019).

Tabela 1

Construto da pesquisa

Variáveis	Definição	Fórmula	Autores
Variável Dependente			
QTOBIN	Q de Tobin	$\frac{VM + D}{ativo\ total}$	Cahan et al. (2016); Dani et al. (2019); Garanina e Muravyev (2021)
Variáveis Independentes			
ESG	Utilizado para medir a ESG da empresa	Refinitiv Eikon	Naseem et al. (2019)
DGC	Utilizado para medir o percentual de conselheiros do gênero feminino na conselho da empresa	Refinitiv Eikon	Dani et al. (2019); Brahma et al. (2021); Garanina e Muravyev (2021)
Variáveis de Controle			
TAM	Tamanho da Empresa	$\ln$ ativo total	Naseem et al. (2019); Degenhart et al. (2020)
END	Endividamento	Passivo total/ativo total	Naseem et al. (2019); Garanina e Muravyev (2021)
CON	Número de conselheiros	Refinitiv Eikon	Naseem et al. (2019); Brahma et al. (2021); Garanina e Muravyev (2021)

Fonte: dados da pesquisa (2022)

As variáveis de controle adotadas no estudo são o porte da empresa, endividamento e tamanho do conselho de administração. Vale destacar que a melhoria das práticas de ESG requer investimentos, portanto as empresas com melhor estrutura financeira podem ter uma vantagem competitiva (Naseem et al., 2019; Garanina & Muravyev, 2021). No que refere se ao ESG, trata-se de uma terminologia mais abrangente do que a Responsabilidade Social Corporativa - RSC, pois avalia de forma integrada as inter-relações entre a governança corporativa e o ESG uma forma de avaliar as inter-relações entre a governança corporativa e suas atividades ambientais e sociais (Gillan, Koch & Starks, 2021). Com base nessas premissas, foram estimados os modelos de regressões apresentados na Equação 1 e Equação 2.

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 DGC_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 CON_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

$$QTOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG * DGC_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

Em que:

QTOBIN = desempenho de mercado da empresa *i* no período *t*;

ESG = ESG da empresa *i* no período *t*;

DGC = percentual de conselheiras do gênero feminino empresa *i* no período *t*;

TAM = tamanho empresa *i* no período *t*;

END = alavancagem financeira da empresa *i* no período *t*;

CON = tamanho do conselho da empresa *i* no período *t*; e

ε se refere ao erro do modelo de regressão.

Os testes referentes aos pressupostos do modelo de regressão foram conduzidos conforme as orientações metodológicas de Fávero e Belfiore (2014). O pressuposto de normalidade foi analisado com base no teste de Shapiro Francia. Os resultados indicaram que todas as variáveis analisadas apresentaram o *p-valor* < 0,05. Assim, com significância estatística ao nível de 5%, na estatística do teste de Shapiro Francia, se verifica que os dados não possuem distribuição normal. Entretanto, deve ser considerado tanto o tamanho da amostra quanto o recorte de tempo utilizado.

O pressuposto da multicolinearidade foi analisado com base na estatística do Fator de Inflação da Variância (VIF), das variáveis analisadas, em que os resultados foram menores que cinco, portanto de acordo com Fávero e Belfiore (2014), sem indicativos de problemas associados a multicolinearidade. Além disso foi analisado o pressuposto da homoscedasticidade com base no teste de Breusch-Pagan, em que a hipótese nula estabelece que os erros são homoscedásticos. Porém, com base nos resultados do teste de Breusch-Pagan (*p-valor* < 0.01), se rejeitou a hipótese nula, em que segundo Fávero e Belfiore (2014), indica que os modelos apresentam heterocedasticidade. Com isso, os modelos de regressão (Equação 1 e 2) foram estimados pelo método de robustez.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A análise proposta na pesquisa, conforme detalhado na metodologia, se dá com base nos países integrantes do BRICS. Diante disso, na Tabela 2 se apresenta a correlação de Pearson entre as variáveis.

Tabela 2
Estatística Descritiva

	África do Sul					
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
Média	0,7416	48,8813	52,0719	7,7412	0,5731	11,67586
Mediana	0,3217	49,3785	51,7416	7,5890	0,5600	11
Desvio Padrão	2,3751	17,4187	28,4304	1,5650	0,2115	3,067
Percentil 25	0,0735	36,9299	28,8148	6,6322	0,4204	10
Percentil 75	0,6268	61,7549	75,6757	8,5398	0,7257	13
	Brasil					
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
Média	2,7140	50,5337	51,0364	3,8544	0,3832	10
Mediana	0,9972	53,0082	50,8065	3,8005	0,3702	9
Desvio Padrão	19,0573	21,2079	27,3127	0,6516	0,1976	3,8743
Percentil 25	0,5486	34,5771	22,8261	3,4196	0,2314	7
Percentil 75	1,6805	68,3469	74,7253	4,1326	0,5203	12
	China					
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
Média	0,5041	33,3404	49,4325	3,9481	2,2505	10

Mediana	0,4451	31,5801	47,8049	3,8397	1,7010	9
Desvio Padrão	0,5006	16,1802	28,2782	0,7969	2,1655	3,35222
Percentil 25	0,2028	20,8713	19,5122	3,3781	1,3138	8
Percentil 75	0,6420	44,5485	74,2754	4,4070	2,3809	12

Índia						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
Média	0,3254	48,8544	50,0415	3,8311	0,5959	11
Mediana	0,2830	48,057	50	3,8418	0,6120	11
Desvio Padrão	0,3820	18,1366	28,3208	0,6565	0,2347	3,0457
Percentil 25	0,0558	34,9315	25,5	3,3142	0,4037	9
Percentil 75	0,4450	61,6629	75,4717	4,2743	0,7921	13

Rússia						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
Média	0,3184	41,2854	48,3503	4,2865	0,5439	11,299
Mediana	0,1658	41,9127	31,4286	4,2020	0,5235	11
Desvio Padrão	0,8423	17,2046	27,3344	0,6033	0,2419	2,7211
Percentil 25	0,0348	28,3697	25	3,8750	0,3577	9
Percentil 75	0,2774	53,4641	74,4186	4,6546	0,7570	13

Notas: Variáveis – QTOBIN (Desempenho de mercado), ESG, DGC (Percentual de conselheiras do gênero feminino), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 2 que a média do score ESG dos países varia entre 33,34 e 50,53 o que evidencia que as empresas apresentam práticas e ações de ESG com ressalva (Karmani & Boussaada, 2021). Já a média do DGC apresenta valores similares entre os países, evidenciando a diversidade de gênero nos conselhos de administração. Esses resultados são semelhantes aos de Unite et al. (2019) e indicam que companhias em mercados emergentes estão desenvolvendo melhores políticas e controles corporativos no que abrange DGC. Na sequência a Tabela 3 apresenta os resultados Correlação de Pearson.

Tabela 3
Correlação de Pearson

ÁFRICA DO SUL						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
QTOBIN	1,0000					
ESG	0,0371	1,0000				
DGC	-0,0356	0,2704*	1,0000			
TAM	0,1067*	0,3594*	-0,0381	1,0000		
END	-0,1053*	0,1136*	0,0886*	0,4215*	1,0000	
CON	0,0482	0,2599*	0,0222	0,6260*	0,2090*	1,0000
BRASIL						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
QTOBIN	1,0000					
ESG	-0,0892*	1,0000				
DGC	-0,0150	0,2017*	1,0000			
TAM	-0,0170	0,4821*	0,0496	1,0000		
END	-0,0353	0,2937*	-0,0067	0,3810*	1,0000	
CON	0,0374	0,2758*	0,1226*	0,3226*	0,1263*	1,0000
CHINA						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
QTOBIN	1,0000					
ESG	-0,1239*	1,0000				
DGC	0,0313*	0,0492*	1,0000			
TAM	-0,3697*	0,3400*	-0,0517*	1,0000		
END	-0,2456*	0,1803*	-0,0011	0,6806*	1,0000	

CON	-0,2202*	0,0154	0,0271	0,4375*	0,3262*	1,0000
ÍNDIA						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
QTOBIN	1,0000					
ESG	0,0861*	1,0000				
DGC	0,0208	0,0796*	1,0000			
TAM	-0,4548*	0,1467*	-0,0197	1,0000		
END	-0,2652*	-0,1290*	0,0348	0,5940*	1,0000	
CON	-0,0826*	0,0541*	-0,0876*	0,2623*	0,0526*	1,0000
RÚSSIA						
	QTOBIN	ESG	DGC	TAM	END	CON
QTOBIN	1,0000					
ESG	0,1572*	1,0000				
DGC	-0,0613	0,0230	1,0000			
TAM	-0,1611*	0,3261*	0,0303	1,0000		
END	0,0704	0,0986*	0,0215	0,0780	1,0000	
CON	-0,1346*	0,1397*	0,1944*	0,3312*	0,0963*	1,0000

Notas: Variáveis – QTOBIN (Desempenho de mercado), ESG, DGC (Percentual de conselheiras do gênero feminino), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***), 5% (**) e 10% (*). Fonte: dados da pesquisa.

O Q deTobin apresenta uma correlação positiva e significativa com o ESG nas empresas indianas e russas, indicando que as práticas de ESG podem colaborar com valor de mercado dessas empresas. Portanto, os achados estão em consonância com os resultados de Wang e Sarkis (2017), que demonstram que o ESG contribui para a construção de uma boa reputação organizacional, refletindo, positivamente, no desempenho e no valor da marca. Para as empresas sul-africanas não houve significância estatística na relação entre o Q de Tobin e o ESG. No entanto, para as brasileiras e para as chinesas constatou-se que o Q de Tobin apresenta correlação negativa e estatisticamente significativa com o ESG, portanto demonstra que, nessas economias, as práticas de ESG afetam negativamente o desempenho de mercado o que corrobora com os estudos Han et al. (2018), Buallay et al. (2020). Ademais, Ruan e Liu (2021) salientam que as empresas em mercados emergentes carecem de iniciativas para garantir a objetividade e a veracidade da divulgação de informações e a efetividade da ESG.

A correlação entre Q de Tobin e a diversidade de gênero no conselho de administração nas empresas chinesas foi positiva e estatisticamente significativa, indicando que a presença feminina nos conselhos contribui para melhora do desempenho de mercado. Esse resultado corrobora com os estudos Sun e Zou (2021), Maji e Saha (2021) e Garanina e Muravyev (2021) que apontam a participação de mulheres no conselho fortalece conexões políticas, agrega conhecimento, legitimidade e favorece um melhor desempenho de mercado. Por outro lado, para as empresas sul-africanas, brasileiras, indianas e russas verificou-se um efeito neutro (não significativo) na correlação entre Q de Tobin e a diversidade de gênero no conselho de administração. Portanto os achados coincidem com os estudos Ionascu et al. (2018), Unite et al. (2019) e Fernández-Temprano e Tejerina-Gaite (2020) que demonstraram que a diversidade de gênero nos conselhos das empresas não apresentou relação significativa com o desempenho de mercado das empresas. A Tabela 4 apresenta os resultados do modelo, bem como dos testes realizados para definição dos estimadores.

Na análise dos estimadores dos modelos entre os países analisados, observou-se que, para o Brasil, a China e a Índia o estimador apropriado foi o de efeito fixo. Já para África do Sul e para Rússia, constatou-se a adequação do estimador de efeito aleatório. Desse modo,

salienta-se que a escolha dos estimadores supracitados foi realizada a partir dos resultados dos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, conforme Tabela 4.

Com relação aos coeficientes evidenciados nos modelos, percebe-se que a ESG foi estatisticamente significativa para as empresas africanas, chinesas, indianas e russas (p -valor $< 0,1$ e p -valor $< 0,05$). Dessa forma, a primeira hipótese de pesquisa foi aceita apenas nesses ambientes. Em tais companhias, a ESG se relaciona positiva e estatisticamente significativa com o desempenho de mercado. Esses achados estão em consonância com os estudos de Cahan et al. (2016), Wang e Sarkis (2017), Feng et al. (2018), Li et al. (2019), Degenhart et al. (2020) e González-Rodríguez et al. (2021) que demonstram que a otimização nas relações com investidores impacta positivamente a reputação e o valor na marca potencializando o desempenho de mercado.

Os resultados corroboram com a discussão de Feng et al. (2018) e Li et al. (2021) ao indicarem que as práticas de ESG promovem a legitimidade e a valorização da organização perante a sociedade, aos investidores e aos colaboradores. A adoção da sustentabilidade nos negócios resulta em vantagem competitiva, contribuindo para a maximização do desempenho das companhias (Wang & Sarkis, 2017). Além disso, Degenhart et al. (2020) apontam que os incentivos para as ações e para divulgação de informações socioambientais e as iniciativas externas como contribuições para educação, saúde, cultura, esporte e contribuem com o valor das empresas que atuam em mercados competitivos.

Tabela 4

Regressão em painel com os efeitos de ESG e de DGC

Var. dep.: QTOBIN	AFR Coef. (Teste t)	BRA Coef. (Teste t)	CHI Coef. (Teste t)	IND Coef. (Teste t)	RUS Coef. (Teste t)
Constante	-0,90 (-1,27)	-20,49 (-0,00)	-0,20** (-1,98)	0,19* (1,66)	2,35*** (4,74)
ESG	0,12** (2,22)	-0,00 (-0,00)	0,00*** (6,02)	0,00*** (6,31)	0,01*** (5,29)
DGC	-0,01** (-2,21)	0,13 (0,50)	-0,00 (-1,15)	-0,00 (-0,54)	0,00** (2,26)
TAM	0,28*** (2,85)	4,98*** (2,85)	0,04*** (3,68)	-0,02 (-1,40)	-0,27*** (-5,32)
END	-1,33*** (-2,92)	-29,97*** (-4,40)	0,40*** (6,08)	0,28*** (4,93)	0,12 (0,63)
CON	-0,01 (-0,12)	-0,32 (-1,63)	-0,00 (-0,03)	-0,00 (-0,44)	0,00 (0,15)
R ²	0,03	0,03	0,16	0,05	0,14
F	27,39***	5,14***	49,01***	13,51***	57,89***
Chow	10,57***	5,77***	16,09***	29,58***	37,41***
BP	1874,8***	20,02***	1091,9***	1585,6***	1523,9***
Hausman	7,68	27,94***	289,76***	63,02***	9,29
Efeito	Aleatório	Fixo	Fixo	Fixo	Aleatório
N	1.160	943	3.498	1.295	418

Notas: Legenda Países – AFR (África do Sul), BRA (Brasil), CHI (China), IND (Índia) e RUS (Rússia). Variáveis – ROA (Desempenho Econômico), ESG, DGC (Percentual de Conselheiras do Gênero Feminino), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***), 5% (**) e 10% (*). F refere-se ao teste ANOVA. BP é o teste Lagrange Multiplicador de Breusch-Pagan. Fonte: dados da pesquisa.

Diferente do esperado, no Brasil a relação direta entre ESG e o desempenho de mercado não foi evidenciada, resultado similar ao de Rodriguez-Fernandez (2016) em empresas espanholas. O mesmo autor ressalta que as empresas devem aplicar recursos

financeiros no desenvolvimento e no aperfeiçoamento das políticas e das ações de ESG para que contribuam para melhorias ambientais e para sociedade.

Especificamente no contexto de empresas de capital aberto no Brasil, Martins (2022) investiga 106 empresas (2012-2020) e não evidencia relação entre a ESG e o Q de Tobin, exceto para a ESG-social e Piccinin (2022) ao investigar 107 empresas (2016-2021) conclui que a transparência das políticas ESG, ambientais e sociais, é reconhecida pelos acionistas. O Q de Tobin é uma medida que sugere um aumento na eficiência do uso de recursos e da lucratividade. Os resultados mistos tanto entre os países analisados neste estudo, quanto nos achados de Martins (2022) e Piccinin (2022) sugerem que outras variáveis necessitam ser incorporadas ao modelo de análise com intuito de compreender as diferenças encontradas.

O coeficiente associado à variável DGC e ao desempenho foi positiva e estatisticamente significativa somente para as companhias russas, enquanto as empresas sul africanas evidenciam uma relação significativamente negativa. Para os demais países analisados não houve relação estatisticamente significativa. Do exposto, embora os países do BRICS possuam características em comum (Ranjan & Agrawal, 2011), no contexto analisado, tais características não produzem sinergia quando se analisa a relação entre a proporção de mulheres no conselho de administração e o Q de Tobin.

Especificamente para o contexto russo, os resultados corroboram com o estudo Garanina e Muravyev (2021), Sun e Zou (2021), Maji e Saha (2021) e Brahma et al. (2021) que citam que DGC influencia positivamente o desempenho de mercado, destacando que a participação das mulheres no conselho agrega conhecimento, competências e legitimidade para as empresas, proporcionando melhorias na governança e a competitividade no mercado global, e contribuindo para maximizar o índice de lucratividade (não significativa) entre a diversidade de gênero nos conselhos de administração e no desempenho de mercado, o que empresas brasileiras, chinesas e indianas indicaram uma relação neutra (não significativa) entre a diversidade de gênero nos conselhos de administração e no desempenho de mercado, o que coincide com os resultados de Ionascu et al. (2018), Unite et al. (2019) e Fernández-Temprano e Tejerina-Gaite (2020).

Contudo Carter et al. (2003), ao relacionarem DGC com o valor das empresas, apontam que o DGC está positivamente associado ao desempenho financeiro/mercado, favorecendo desenvolvimento e aperfeiçoamento no monitoramento corporativo, trazendo novas perspectivas que melhoram a tomada de decisões. Unite et al. (2019) acrescentam que os benefícios advindos da DGC podem ser mais expressivos em companhias situadas em mercados emergentes, considerando que esses contextos, em geral, apresentam políticas e controles corporativos mais brandos.

Após a análise do modelo que examinou a relação direta do ESG e da DGC com o desempenho de mercado, a Tabela 5 apresenta os resultados do modelo que avalia a influência da DGC na relação entre o ESG e o desempenho de mercado, bem como os resultados dos testes realizados para definição dos estimadores.

A Tabela 5 apresenta os estimadores dos modelos analisados, observa-se que houve divergências no caso da África do Sul e a Rússia. Para o Brasil, China e a Índia, os resultados indicaram a adoção do estimador de efeito fixo, conforme os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman. Com relação aos coeficientes verificados nos modelos, constatou-se que a influência da DGC na relação entre a ESG e o desempenho de mercado foi estatisticamente significativa nas companhias chinesas, indianas e russas, com isso suporta a H_3 e demonstra que as organizações têm a compreensão das práticas e das ações de ESG na perspectiva de contribuir para o valor de mercado da companhia. Isso demonstra que as organizações

chinesas, indianas e russas ao contemplarem políticas que abrangem a diversidade de gênero no nível do alto escalão, fortalecem as práticas de conscientização em prol da efetivação do ESG nas organizações (Maji & Saha, 2021; Sun & Zou, 2021).

Tabela 5

Regressão em painel com os efeitos da moderação de ESG e DGC

Var. dep.: QTOBIN	AFR Coef. (Teste t)	BRA Coef. (Teste t)	CHI Coef. (Teste t)	IND Coef. (Teste t)	RUS Coef. (Teste t)
Constante	-0,98 (-1,42)	-19,65*** (-1,32)	-0,34*** (-3,53)	0,05*** (0,46)	2,28*** (4,59)
ESG*DGC	-0,00 (-0,74)	0,00 (0,83)	0,00*** (2,88)	0,00** (2,63)	0,00*** (4,66)
TAM	0,34*** (3,60)	4,90*** (-1,82)	0,070*** (6,60)	0,02 (1,19)	-0,24*** (-4,79)
END	-1,41*** (-3,11)	-30,60 (-0,29)	0,38*** (5,65)	0,22*** (3,89)	0,27 (1,51)
CON	0,00 (0,01)	-0,33 (-1,66)	-0,00 (-1,54)	-0,00 (-0,75)	0,00 (0,24)
R ²	0,03	0,03	0,16	0,16	0,11
F	19,41***	5,87***	42,21***	8,46***	38,14***
Chow	10,20***	102,6***	15,89***	29,41***	38,14***
BP	1871,6***	99,4***	1098***	1530,4***	1577,6***
Hausman	5,47	21,92***	287,06***	59,59***	6,28
Efeito	Aleatório	Fixo	Fixo	Fixo	Aleatório
N	1.160	943	3.498	1.295	418

Notas: Legenda Países – AFR (África do Sul), BRA (Brasil), CHI (China), IND (Índia) e RUS (Rússia). Variáveis – ROA (Desempenho Econômico), ESG (ESG), DGC (Percentual de Conselheiras do Gênero Feminino), TAM (Tamanho), END (Endividamento), e CON (Tamanho do Conselho). Significância estatística: 1% (***), 5% (**) e 10% (*). F refere-se ao teste ANOVA. BP é o teste Lagrange Multiplicador de Breusch-Pagan. Fonte: dados da pesquisa.

No entanto, para as companhias sul africanas e brasileiras percebe-se que a influência da DGC na relação entre ESG e o desempenho de mercado não é significativa. No entanto, para as companhias chinesas, indianas e russas observa-se a influência do DGC na relação entre a ESG e o desempenho de mercado. Diante disso, não sendo possível inferir que a presença de mulheres nos conselhos de administração de empresas sul africanas e brasileiras influencia a relação entre o ESG e no valor de mercado destas empresas.

No contexto brasileiro, o achado é condizente com os resultados observados tanto na relação entre ESG e desempenho de mercado, bem como na relação DGC e desempenho de mercado. No entanto, no contexto da África do Sul, verificou-se que a presença de mulheres no conselho anula a relação entre ESG e desempenho de mercado, o que se constitui como uma evidência que merece ser explorada. Considerando que o Q de Tobin reflete a resposta do mercado acionário, é possível que, nesse país, o mercado reaja negativamente à presença feminina na gestão, o que pode sinalizar a existência de um viés de gênero mais acentuado nesse contexto.

Os achados divergem dos resultados apresentados por Arayssi et al. (2016) que evidenciam que a participação das mulheres nos conselhos de administração contribui para a concepção e para o fortalecimento das práticas de ESG refletindo positivamente no desempenho de mercado das empresas. Birindelli et al. (2018) apontam que equilíbrio de gênero nos conselhos influencia positivamente o desempenho do setor bancário e resulta em

ações estratégicas para os comitês de ESG, também sendo relevante para melhorar o desempenho ESG. A Tabela 5 sumariza as relações encontradas neste estudo.

Tabela 5

Síntese dos resultados da pesquisa, países em ordem alfabética

País	ESG & Q-Tobin H1	DGC & Q-Tobin H2	ESG & Q-Tobin & DGC H3
Brasil	∅	∅	∅
China	+	∅	+
Índia	+	∅	+
Rússia	+	+	+
África do Sul	+	-	∅

Notas: + Relação positiva e significativa; - relação negativa e significativa; ∅ sem relação estatisticamente significativa. Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados mistos contrariam a expectativa teórica estabelecida nesta pesquisa e sinalizam a necessidade de ampliar os estudos sobre a temática. Apesar de Ranjan e Agrawal (2011), Pessoa et al. (2020) e Tripathi e Kaur (2020) analisarem conjuntamente os países do BRICS, os achados estabelecidos neste estudo podem indicar que comparações entre estes países não oferecem sinergia. Sobre isso, Andreff (2016), aponta que qualquer comparação entre as economias dos BRICS descobrirá disparidades, às vezes mais do que semelhanças. Essa afirmativa, conjuntamente com os resultados deste estudo, sinaliza que os países em desenvolvimento possuem particularidades muitas vezes contraditórias, o que merece análise mais aprofundada.

Os resultados demonstram que as atividades de ESG junto à DGC em países de mercado emergentes precisam garantir a objetividade e a veracidade da divulgação de informações e a efetividade da ESG (Lavin & Montecinos-Pearce, 2021; Ruan & Liu, 2021). Tripathi e Kaur (2020) apontam que os gestores e *stakeholders* precisam incorporar ações socialmente responsáveis em seu ambiente corporativo e apontam que as companhias que atuam em mercados emergentes devem desempenhar com solicitude as questões regulatórias a fim de obter pertinência para o desenvolvimento de relatórios e divulgações corporativas padronizados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo analisou a influência da DGC na relação entre a ESG e o desempenho de mercado das companhias listadas nas bolsas de valores dos países membros do BRICS. Com isso, a abordagem proposta na pesquisa foi a de que os fatores associados à responsabilidade social das empresas, pelas implicações sociais, ambientais e de governança corporativa, influenciada pela diversidade de gênero, colabora para com o desempenho de mercado das empresas, para três dos cinco países analisados. Para tanto, a expectativa proposta foi de que a diversidade de gênero contribui para os processos de tomada de decisões e monitoramento corporativo, para continuidade e vantagem competitiva das organizações.

Os resultados evidenciados apontam que nas companhias africanas, chinesas, indianas e russas a ESG relaciona positivamente com o desempenho de mercado, resultado que indica a não rejeição da **H₁**. Constata-se que as práticas de ESG proporcionam a legitimidade e a valorização da organização na concepção dos *stakeholders*. Já no cenário brasileiro, contrariando achados anteriores, a ESG não foi estatisticamente significativa sinalizando a necessidade de novas pesquisas e inclusão de outras variáveis, por exemplo, variáveis de desempenho financeiro e outras métricas para o ESG.

Em relação à DGC, os achados suportam a H_2 de que a DGC tem uma relação positiva com o desempenho de mercado das empresas russas. Por outro lado, nas companhias dos outros países estudados foi encontrada relação negativa (África do Sul) e neutra (não significativo). Tais resultados evidenciam que entre os países do BRICS somente o mercado russo sinaliza como positivo uma maior proporção de mulheres nos conselhos de administração e no desempenho de mercado. Para as empresas sul-africanas, a diversidade de gênero nos conselhos mostrou-se prejudicial ao desempenho. Por fim, nos demais países do bloco, relação foi neutra (não significativo).

No entanto, coaduna-se com o entendimento de que a DGC proporciona melhores percepções para as tomadas de decisões, ao fortalecer o monitoramento corporativo e contribuir para maximização de valores aos investidores nas empresas. Os achados associados a DGC, igualmente se mostraram parciais, ao apresentar efeito estatisticamente positivo, negativo e neutro quando introduzido na moderação da relação entre a ESG e o desempenho de mercado. Para os modelos de companhias chinesas, indianas e russas os achados corroboram com a proposição H_3 de que a DGC tem um efeito moderador que possibilita compreensão das práticas e das ações de ESG na perspectiva de contribuir para o valor de mercado da companhia.

As implicações para literatura, o estudo contribui para a consolidação e para a acentuação das políticas DGC e a propensão das práticas de ESG proporciona o engajamento e o fortalecimento das empresas atuam em mercados de países emergentes, com potencial para atrair investimentos para nações do BRICS. Desse modo, as empresas de mercados emergentes necessitam de políticas e iniciativas que testifiquem a objetividade e a veracidade da divulgação de informações sobre a efetividade da ESG para adquirir credibilidade no mercado corporativo. O estudo contribui para reguladores, gestores e investidores por destacar a importância da diversidade de gêneros para aperfeiçoamento das decisões gerenciais e para capacidades de ação estratégica.

Algumas limitações podem ser verificadas, principalmente com relação as generalizações dos resultados, uma vez que devem ser consideradas especificamente para a amostra em questão. Por outro lado, um diferencial dos achados se dá no recorte temporal de 15 anos (2007-2021). Portanto, recomenda-se para futuras pesquisas a análise de outras amostras, seja entre blocos econômicos ou países distintos. Outra sugestão, é a investigação de diferentes setores econômicos e incorporação de outros indicadores econômicos para mensuração do desempenho.

REFERÊNCIAS

- Andreff, W. (2016). Outward foreign direct investment from BRIC countries: Comparing strategies of Brazilian, Russian, Indian and Chinese multinational companies. *The European Journal of Comparative Economics*, 12(2), 79-131.
- Arayssi, M., Dah, M. & Jizi, M. (2016). Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(3), 376-401. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2015-0055>

- Atkins, B. (2018). Strong ESG Practices Can Benefit Companies and Investors: Here's How. <https://www.nasdaq.com/articles/strong-esg-practices-can-benefit-companies-and-investors2019-03-13>
- Birindelli, G., Dell'Atti, S., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2018). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 10(12), 4699. <https://doi.org/10.3390/su10124699>
- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5704-5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E., Al Mubarak, M. & Hamdan, A.M. (2020), Corporate social responsibility disclosure and firms' performance in Mediterranean countries: a stakeholders' perspective. *EuroMed Journal of Business*, 15(3), 361-375. <https://doi.org/10.1108/EMJB-05-2019-0066>
- Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2016). Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. *European accounting review*, 25(3), 579-611. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of business ethics*, 83(3), 435-451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Costa, I. L. de S., Correia, T. de S., Paulo, E., & Lucena, W. G. L. (2018). Impacto do disclosure voluntário: valor da empresa e informações socioambientais nas companhias abertas. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 271-287. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n2a7
- Dani, A. C., Picolo, J. D., & Klann, R. C. (2019). Gender influence, social responsibility and governance in performance. *RAUSP Management Journal*, 54, 154-177. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-07-2018-0041>
- Degenhart, L., Giordani, M. da S, Halberstadt, I. A., Soares, C. S., & Zonatto, V. C. da S., (2020). Corporate Social Responsibility and the Market Performance of Brazilian Companies. *Brazilian Journal of Management/Revista de Administração da UFSM*, 13, 1373-1391. <https://doi.org/10.5902/1983465944238>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2014). Métodos Quantitativos com Stata: Procedimentos, Rotinase Análise de Resultados (Vol. 1). Elsevier Brasil.

- Feng, Z. Y., Chen, C. R., & Tseng, Y. J. (2018). Do capital markets value corporate social responsibility? Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Banking & Finance*, 94, 54-74. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.06.015>
- Fernández-Temprano, M.A. & Tejerina-Gaite, F. (2020). Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance*, 20(2), 324-342. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2019-0096>
- Garanina, T., & Muravyev, A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 48, 100772. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100772>
- González-Rodríguez, MR, Díaz-Fernández, MC, Shi, F., & Okumus, F. (2021). Exploring the links among corporate social responsibility, reputation, and performance from a multi-dimensional perspective. *International Journal of Hospitality Management*, 99, 103079. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2021.103079>
- Groening, C. (2019). When do investors value board gender diversity? *Corporate Governance*, 19(1), 60-79. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0012>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Han, W., Zhuangxiong, Y., & Jie, L. (2018). Corporate social responsibility, product market competition, and product market performance. *International Review of Economics & Finance*, 56, 75-91. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.03.019>
- Ionascu, M., Ionascu, I., Sacarin, M., & Minu, M. (2018). Women on boards and financial performance: Evidence from a European emerging market. *Sustainability*, 10(5), 1644. <https://doi.org/10.3390/su10051644>
- Karmani, M., & Boussaada, R. (2021). Corporate social responsibility and firm performance: does institutional quality matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), p.641-662. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2020-0153>
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>
- Kwon, H. B., & Lee, J. (2019). Exploring the differential impact of environmental sustainability, operational efficiency, and corporate reputation on market valuation in high-tech-oriented firms. *International Journal of Production Economics*, 211, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.01.034>

- Lavin, J. F., & Montecinos-Pearce, A. A. (2021). ESG Disclosure in an Emerging Market: An Empirical Analysis of the Influence of Board Characteristics and Ownership Structure. *Sustainability*, 13(19), 10498. <https://doi.org/10.3390/su131910498>
- Li, K., He, C., Dbouk, W., & Zhao, K. (2021). The Value of CSR in Acquisitions: Evidence from China. *Sustainability*, 13(7), 3721. <https://doi.org/10.3390/su13073721>
- Li, K., Khalili, N. R., & Cheng, W. (2019). Corporate social responsibility practices in China: Trends, context, and impact on company performance. *Sustainability*, 11(2), 354. <https://doi.org/10.3390/su11020354>
- Lin, L., Hung, P. H., Chou, D. W., & Lai, C. W. (2019). Financial performance and corporate social responsibility: Empirical evidence from Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, 24(1), 61-71. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2018.07.001>
- Maji, S.G. & Saha, R. (2021). Gender diversity and financial performance in an emerging economy: empirical evidence from India. *Management Research Review*, 44 (12), 1660-1683. <https://doi.org/10.1108/MRR-08-2020-0525>
- Martins, M. (2022). A relação da divulgação das práticas ESG com o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia – UFU).
- Mori, N., & Richard, E. (2019). Board gender diversity: challenges and implications for corporations in the east African community. *Journal of African Business*, 20(2), 224-241. <https://doi.org/10.1080/15228916.2019.1597324>
- Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U., & Nawaz, F. (2020). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501-513. <https://doi.org/10.1002/csr.1815>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Pessoa, F. E. N., Maia, A. J. R., Façanha, M. C., Guimarães, D. B., & Rebouças, S. M. D. P. (2020). Determinantes da Diversidade de Gênero das Empresas do BRICS. *Revista Gestão Organizacional*, 13(3), 162-183. <https://doi.org/10.22277/rgo.v13i3.4961>
- Piccinin, Y. G. (2022). Environmental, social, governance (ESG) e desempenho corporativo: uma análise na perspectiva da folga financeira e da remuneração dos executivos. Dissertação Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Maria – UFSM).

- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Efeito da Diversidade do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva na ESG. *BBR. Brazilian Business Review*, 18, 118-139. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.18.2.1>
- Ranjan, V., & Agrawal, G. (2011). FDI inflow determinants in BRIC countries: A panel data analysis. *International business research*, 4(4), 255. <https://doi.org/doi:10.5539/ibr.v4n4p255>
- Rao, K., & Tilt, C. (2016). Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision making. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2613-5>
- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>
- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, social, governance activities and firm performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 767. <https://doi.org/10.3390/su13020767>
- Sun, R., & Zou, G. (2021). Political connection, CEO gender, and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 71, 101918. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101918>
- Tripathi, V. & Kaur, A. (2020). Socially responsible investing: performance evaluation of BRICS nations. *Journal of Advances in Management Research*, 17(4), 525-547. <https://doi.org/10.1108/JAMR-02-2020-0020>
- Unite, A. A., Sullivan, M. J., & Shi, A. A. (2019). Board diversity and performance of Philippine firms: do women matter? *International Advances in Economic Research*, 25(1), 65-78. <https://doi.org/10.1007/s11294-018-09718-z>
- Wang, Y. H. (2020). Does board gender diversity bring better financial and governance performances? An empirical investigation of cases in Taiwan. *Sustainability*, 12(8), 3205. <https://doi.org/10.3390/su12083205>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of cleaner production*, 162, 607-1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Yıldız, S., Meydan, C., Taştan Boz, İ., & Sakal, Ö. (2019). Do the Quota Applications for Women on Boards Improve Financial Performance. *Sustainability*, 11(21), 5901. <https://doi.org/10.3390/su11215901>