

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

MICHELE MONTEIRO LIRIO MARIA

**INFLUÊNCIA DAS PRÁTICAS ESG NO GANHO DE
RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL**

VITÓRIA - ES

2024

MICHELE MONTEIRO LIRIO MARIA

**INFLUÊNCIA DAS PRÁTICAS ESG NO GANHO DE
RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), como requisito parcial para a obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto

VITÓRIA - ES

2024

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

M772i Monteiro Lirio Maria, Michele, 1984-
Influência das práticas ESG no ganho de relevância da informação contábil / Michele Monteiro Lirio Maria. - 2024. (recurso não paginado). : il.

Orientador: Vinícius Costa da Silva Zonatto.
Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.

1. Divulgação de informação contábil. 2. Sustentabilidade. 3. Contabilidade. I. Costa da Silva Zonatto, Vinícius. II. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO - UFES
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas – CCJE

ATA DA 7ª SESSÃO PÚBLICA DE DEFESA DE TESE DO DOUTORADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Às 14 horas do dia 18 do mês de dezembro do ano de 2024, em sala de videoconferência, reuniu-se a banca examinadora composta pelos Professores Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto (presidente e orientador/Ufes/UFSM), Dr^a. Diane Rossi Maximiano Reina (membro interno/Ufes), Dr. Alvim Borges da Silva Filho (membro externo Ufes), Dr. Paulo Henrique Assis Feitosa (membro externo/USP) e Dr. Valcemiro Nossa (membro externo/FUCAPE) para a sessão pública defesa de tese da doutoranda **Michele Monteiro Lirio Maria**, com o título: **“INFLUÊNCIA DAS PRÁTICAS ESG NO GANHO DE RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL”**. Estando presentes os membros da banca e o(a) examinando(a), com a palavra, o(a) presidente deu início à sessão, passando a palavra ao(a) aluno(a), que procedeu à exposição da tese por 30 minutos. Na sequência, os membros da banca formularam as suas arguições, as quais foram respondidas pelo(a) doutorando(a). Após, o(a) orientador(a) solicitou que os presentes da sessão pública deixassem a sala virtual para que a banca pudesse deliberar; ao final das deliberações, o(a) orientador(a) convocou o(a) doutorando(a) e os demais participantes para retornarem à sala. Concluída a avaliação realizada pela banca, o(a) presidente realizou a leitura da ata, comunicando o resultado favorável à **APROVAÇÃO** do(a) aluno(a). Por fim, o(a) presidente informou que o(a) aprovado(a) fará jus ao diploma de Doutor(a) após a entrega da versão final da tese à secretaria do PPGCon, contendo as recomendações da banca. Nada mais havendo a tratar, foi encerrada a sessão da qual se lavra a presente ata, que vai assinada pelos membros da banca examinadora e pelo(a) doutorando(a).

Documento assinado digitalmente



VINICIUS COSTA DA SILVA ZONATTO

Data: 18/12/2024 16:17:28-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto

Universidade Federal de Santa Maria/PPGCon Ufes – Orientador

Documento assinado digitalmente



DIANE ROSSI MAXIMIANO REINA

Data: 19/12/2024 11:26:15-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr.^a Diane Rossi Maximiano Reina

Universidade Federal do Espírito Santo - Membro interno

Documento assinado digitalmente



ALVIM BORGES DA SILVA FILHO

Data: 19/12/2024 14:16:31-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Alvim Borges da Silva Filho

Universidade Federal do Espírito Santo - Membro interno

Documento assinado digitalmente



PAULO HENRIQUE ASSIS FEITOSA

Data: 18/12/2024 16:26:14-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Paulo Henrique Assis Feitosa

Universidade de São Paulo - Membro externo

Documento assinado digitalmente



VALCEMIRO NOSSA

Data: 18/12/2024 16:45:24-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Valcemiro Nossa

FUCAPE Business School - Membro externo

Documento assinado digitalmente



MICHELE MONTEIRO LIRIO MARIA

Data: 19/12/2024 16:39:34-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Michele Monteiro Lirio Maria

Doutorando(a)

Às minhas filhas, Milena de 12 anos e Melissa de 5 anos. Que vocês sigam descobrindo o poder transformador do conhecimento através do estudo e nunca deixem de sonhar alto. Entreguem seus planos à Deus!

AGRADECIMENTOS

Como agradecer a Jesus o que fez por mim? Bênçãos sem medida vem provar o Teu amor sem fim. Tudo o que sou e o que vier a ser, eu ofereço a Deus!

Minha imensa gratidão a Deus, por me permitir trilhar este caminho do doutorado, repleto de desafios, aprendizagens e momentos que ficarão sempre guardados na memória.

Aos meus pais, Dorvalina e José Elias, e à minha sogra, Creuza, meu mais profundo agradecimento. Durante todos esses anos de estudo, especialmente nos momentos em que precisei me ausentar para estudar e trabalhar, vocês foram a melhor rede de apoio que eu poderia ter, cuidando com tanto amor e dedicação das minhas filhas. Obrigada por todo o apoio, carinho e cuidado conosco. Amo vocês!

Às minhas filhas, que, mesmo sem compreenderem completamente, foram minha maior inspiração para seguir em frente. A vocês e por vocês.

À minha família, que esteve ao meu lado nesta jornada árdua e, por vezes, solitária, minha gratidão por cada gesto de apoio e encorajamento.

Ao meu querido marido, Elizeu. O que seria deste doutorado sem você? Certamente, teria sido uma caminhada muito mais difícil e exaustiva. Obrigada por estar sempre ao meu lado me apoiando incondicionalmente e, que mesmo já estando no "topo" acadêmico estendeu suas mãos e me "puxou" para que ao seu lado eu pudesse estar, e pudéssemos trilhar esta nova fase, como sempre, juntos. Te amo!

Agradeço também ao imenso apoio do meu orientador, Prof. Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto, por abraçar minha ideia e me incentivar a defendê-la com confiança. Nossas conversas e suas valiosas contribuições foram essenciais para que este momento se tornasse realidade.

Por fim, sou grata aos professores do PPGCon/UFES, cujas aulas e ensinamentos enriqueceram minha trajetória acadêmica e foram fundamentais para a conclusão desta etapa.

À todos, obrigada!

RESUMO

INFLUÊNCIA DAS PRÁTICAS ESG NO GANHO DE RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Esta tese está inserida na temática sobre *Environmental, Social and Governance* (ESG) e tem por objetivo verificar se existe ganho de relevância na informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG em empresas de capital aberto. O estudo visa analisar se a divulgação dessas práticas impacta o Valor de Mercado, a Persistência dos Lucros e a Taxa de Crescimento Sustentável, em uma perspectiva temporal (refletindo em ganho de relevância da informação divulgada ao longo do tempo). A pesquisa se destaca ao explorar a relação direta entre a divulgação de práticas ESG (*score* geral e por fatores E, S e G) e o ganho de relevância da informação contábil, por meio de duas perspectivas de análise das empresas: interna e externa. A perspectiva interna que retrata o resultado operacional das atividades organizacionais e a perspectiva externa retrata a percepção dos investidores em relação às empresas. A Teoria Institucional é utilizada como eixo central da fundamentação teórica, dado que nela observam-se elementos que embasam os motivos pelos quais as empresas praticam e divulgam suas ações de sustentabilidade. A amostra é composta por 2.546 empresas situadas em 23 países, analisadas no período de 2013 a 2023, sendo os dados coletados na base de dados da Refinitiv Eikon ®. Os resultados demonstram que o *score* ESG não apresentou ganho de relevância a longo prazo com o Valor de Mercado e com a Persistência dos Lucros, mas apresentou relação positiva quando analisado a curto e médio prazo com a Taxa de Crescimento Sustentável, tanto na perspectiva interna quanto na externa. Estes achados revelam que, embora a divulgação de práticas ESG tenha o potencial de gerar impacto positivo na sustentabilidade organizacional, o efeito dessas práticas na informação contábil e nos indicadores financeiros depende da maturidade da integração das práticas ESG nas empresas e de sua capacidade de institucionalização no longo prazo. Na análise por fatores, o *score* E apresentou perda de relevância na informação contábil quando analisado com o Valor de Mercado e com a Persistência dos Lucros. O *score* S não apresentou significância estatística. Já o *score* G apresentou ganho de relevância na informação contábil quando analisado com a Persistência dos Lucros. Estes resultados sugerem que, individualmente, os fatores possuem relações distintas com as variáveis analisadas em relação ao ganho de relevância da informação contábil. A análise por fatores com a Taxa de Crescimento Sustentável mostrou-se positivamente relacionada com o *score* E, porém evidenciou relações distintas com o *score* S e G. Os resultados revelaram que a divulgação de práticas ambientais possuem maior impacto a curto e médio prazo para os *stakeholders*. Diante dos resultados, pode-se inferir que a divulgação de práticas ESG apresenta relação positiva com as variáveis, porém sem evidenciar a existência de um crescimento gradativo dessa relação ao longo do tempo indicando um ganho de relevância da informação contábil, onde somente o *score* G apresentou relação positiva. Estes achados revelam importantes implicações ao campo de estudos indicando que a adoção, relevância e divulgação de práticas ESG dependem não só da implementação das práticas em si, mas do modo como estas são institucionalizadas e integradas à cultura e à gestão estratégica das organizações.

Palavras-chave: ESG; Relevância da informação contábil; Valor de Mercado; Persistência dos Lucros; Taxa de Crescimento Sustentável.

ABSTRACT

INFLUENCE OF ESG PRACTICES ON GAINING THE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION

This thesis is part of the Environmental, Social and Governance (ESG) theme and aims to verify whether there is a gain in relevance in accounting information from the disclosure of ESG practices in publicly traded companies. The study aims to analyze whether the disclosure of these practices impacts Market Value, Earnings Persistence and Sustainable Growth Rate, in a temporal perspective (reflecting in a gain in relevance of the information disclosed over time). The research stands out by exploring the direct relationship between the disclosure of ESG practices (overall score and by factors E, S and G) and the gain in relevance of accounting information, through two perspectives of analysis of companies: internal and external. The internal perspective that portrays the operational result of organizational activities and the external perspective portrays the perception of investors in relation to companies. Institutional Theory is used as the central axis of the theoretical foundation, since it observes elements that support the reasons why companies practice and disclose their sustainability actions. The sample consists of 2,546 companies located in 23 countries, analyzed from 2013 to 2023, with data collected from the Refinitiv Eikon ® database. The results show that the ESG score did not show any gain in relevance in the long term with Market Value and Earnings Persistence, but showed a positive relationship when analyzed in the short and medium term with the Sustainable Growth Rate, both from an internal and external perspective. These findings reveal that, although the disclosure of ESG practices has the potential to generate a positive impact on organizational sustainability, the effect of these practices on accounting information and financial indicators depends on the maturity of the integration of ESG practices in companies and their capacity for institutionalization in the long term. In the analysis by factors, the E score showed a loss of relevance in accounting information when analyzed with Market Value and Earnings Persistence. The S score did not show statistical significance. The G score showed a gain in relevance in accounting information when analyzed with Earnings Persistence. These results suggest that, individually, the factors have distinct relationships with the variables analyzed in relation to the gain in relevance of accounting information. The analysis by factors with the Sustainable Growth Rate was positively related to the E score, but showed distinct relationships with the S and G scores. The results revealed that the disclosure of environmental practices has a greater impact in the short and medium term for stakeholders. Given the results, it can be inferred that the disclosure of ESG practices has a positive relationship with the variables, but without evidencing the existence of a gradual growth in this relationship over time indicating a gain in relevance of accounting information, where only the G score showed a positive relationship. These findings reveal important implications for the field of studies indicating that the adoption, relevance and disclosure of ESG practices depend not only on the implementation of the practices themselves, but on the way in which they are institutionalized and integrated into the culture and strategic management of organizations.

Keywords: ESG; Relevance of Accounting Information; Market Value; Earnings Persistence; Sustainable Growth Rate.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Ramificação do isomorfismo baseado na Teoria Institucional	24
Figura 2 – Resumo das concepções de institucionalização	27
Figura 3 – Tendência de pesquisas em ESG nos últimos 5 anos	34
Figura 4 – Ranking das regiões mundiais em pesquisas pelo termo ESG nos últimos 5 anos	35
Figura 5 – Tendência de pesquisas em ESG nos últimos 12 meses	35
Figura 6 – Ranking das regiões mundiais em pesquisas pelo termo ESG nos últimos 12 meses	36
Figura 7 – Tendência de pesquisas em ESG nos últimos 12 meses no Brasil	37
Figura 8 – Visão geral das empresas.....	39
Figura 9 – Desenho das hipóteses H_{1a} e H_{1b}	49
Figura 10 - Desenho das hipóteses H_{2a} e H_{2b}	53
Figura 11 – Desenho da hipótese H_3	59
Figura 12 – Desenho da pesquisa	62
Figura 13 – Etapas metodológicas das hipóteses H_{1a} , H_{1b} , H_{2a} e H_{2b}	79
Figura 14 – Relação do pilar Environmental (E) com a Relevância da Informação Contábil	89
Figura 15 – Relação do pilar Governance (G) com a Relevância da Informação Contábil	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Lista de países da amostra	65
Tabela 2 – Faixa de intervalo de pontuação do ESG na Refinitiv Eikon ®	66
Tabela 3 – Faixa de pontuação e Grau do ESG na Refinitiv Eikon ®	68
Tabela 4 – Exemplo de dados em painel a partir dos países e R^2	77
Tabela 5 – Descrição das variáveis da taxa de crescimento sustentável (SG)	80
Tabela 6 – Modelos econométricos da relação entre a Taxa de Crescimento Sustentável e o score ESG nas perspectivas interna e externa	83
Tabela 7 – Estatística descritiva da variável ESG e seus fatores com o Valor de Mercado e a Persistência dos Lucros	85
Tabela 8 – Relação da relevância da informação contábil com o score ESG e seus fatores na perspectiva externa.....	87
Tabela 9 – Relação da relevância da informação contábil com o score ESG e seus fatores na perspectiva interna	91
Tabela 10 – Estatística descritiva da variável ESG e seus fatores com a Taxa de Crescimento Sustentável (SG) Externa e Interna	94
Tabela 11 – Matriz de correlação das variáveis ESG e seus fatores e a Taxa de Crescimento Sustentável	98
Tabela 12 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna com a variação do score ESG	101
Tabela 13 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Environmental (E)	102
Tabela 14 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Social (S)	103
Tabela 15 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Governance (G)	104
Tabela 16 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Governance (G).....	105
Tabela 17 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa com a variação do score ESG	107
Tabela 18 – Taxa de Crescimento Sustentável Externa contra variável Social (S).....	107
Tabela 19 – Taxa de Crescimento Sustentável Externa contra variável Gov (G)	108

Tabela 20 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa com as economias dos países.....	111
Tabela 21 – Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa em setores	113

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
ICO2	Índice de Carbono Eficiente
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
ROE	Return on Equity
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
VIF	Fator de Inflação de Variância

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES.....	20
2.1 TEORIA INSTITUCIONAL	20
2.2 ESG (<i>ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE</i>).....	30
2.3 HIPÓTESES DE PESQUISA	41
2.3.1 ESG e Valor de Mercado	42
2.3.2 ESG e Persistência dos Lucros.....	49
2.3.3 ESG e Taxa de Crescimento Sustentável	54
3 PROCEDIMENTOS METOLÓGICOS	61
3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO.....	61
3.2 BASE DE DADOS E AMOSTRA	62
3.3 VARIÁVEL ESG	65
3.4 ESPECIFICAÇÕES DE VARIÁVEIS DOS MODELOS.....	68
3.4.1 Relação entre ESG e Valor de Mercado e, ESG e Persistência dos Lucros...	75
3.4.2 Relação entre ESG e Taxa de Crescimento Sustentável	79
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	85
4.1 ESG E VALOR DE MERCADO	85
4.2 ESG E PERSISTÊNCIA DOS LUCROS	90
4.3 ESG E TAXA DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL.....	93
4.3.1 ESG e Taxa de Crescimento Sustentável Interna.....	100
4.3.2 ESG e Taxa de Crescimento Sustentável Externa.....	105
4.3.3 Análise de Heterogeneidade.....	109
4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E HIPÓTESES DE ESTUDO.....	116
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	125
REFERÊNCIAS	132

1 INTRODUÇÃO

Este estudo está inserido na temática principal sobre *Environmental, Social and Governance* (ESG) e tem por objetivo verificar se existe ganho de relevância na informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG em empresas¹ de capital aberto.

A finalidade da informação contábil no mercado financeiro é fornecer dados sobre a entidade, de modo que sejam úteis para a tomada de decisão pelos investidores e credores existentes e potenciais (Comitê de Pronunciamentos Técnicos, 2019). A relevância e a confiabilidade das informações contábeis são determinantes para garantir a transparência e a credibilidade dos relatórios financeiros e das demonstrações contábeis, contribuindo para o fortalecimento do ambiente de negócios (Binh et al., 2020). Desse modo, a informação contábil desempenha função precípua, fornecendo transparência e possibilitando a prestação de contas sobre as atividades da empresa, permitindo que os acionistas monitorem o desempenho e tomem suas decisões baseadas em informações confiáveis (Beisland & Hamberg, 2013).

Neste sentido, a informação contábil, além de subsidiar tomadas de decisões eficientes e confiáveis dentro das organizações, é influenciada por fatores regulatórios, como os padrões *International Financial Reporting Standards* (IFRS²) (Iatridis, 2010), por leis de proteção do mercado de valores mobiliários ou pelo sistema tributário aplicado (Houque et al., 2012). Estudos demonstram que padrões normativos de alta qualidade usualmente melhoram a transparência e a qualidade da informação contábil (Barth et al., 2008; Black & Nakao, 2017; Daske et al., 2008; Santos et al., 2011). Todavia, evidências também indicam que as normas possuem uma função restrita para estabelecer a qualidade dos relatórios contábeis (Burgstahler et al., 2006). A literatura destaca que a divulgação voluntária de informações tem sido apontada como uma estratégia para aumentar a relevância da informação contábil, melhorando a transparência e a pertinência das informações financeiras e não financeiras (Uyar & Kılıç, 2012).

¹ Embora os termos empresas, organizações e instituições possam ter definições distintas em alguns contextos acadêmicos, nesta tese serão utilizados de forma intercambiável para evitar repetições.

² *International Financial Reporting Standards* (IFRS) são um conjunto de normas contábeis emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). Essas normas são usadas globalmente para preparar e apresentar demonstrações financeiras padronizadas, garantindo transparência, responsabilidade e eficiência nos mercados financeiros.

Tomadas de decisão sobre a eficiência e alocação de capital também são embasadas em informações de sustentabilidade, onde as empresas destacam sua responsabilidade com o desenvolvimento econômico, a conservação ambiental e questões sociais. Nas últimas décadas, o aumento da atenção às questões de sustentabilidade levou a uma maior divulgação das práticas ambientais, sociais e de governança corporativa (T.-T. Li et al., 2021). Em um mercado socialmente consciente, empresas alteram ou melhoram a forma como conduzem suas operações (Gillan et al., 2021; Nizam et al., 2019) adotando uma postura que promove o equilíbrio entre seu crescimento econômico e o meio ambiente, para preservar a própria sustentabilidade empresarial, com o intuito de crescer economicamente sem prejudicar o meio ambiente. Ao realizar ações que viabilizem práticas voltadas a proteção do meio ambiente, o bem-estar social e para a gestão corporativa, essas empresas tendem a se beneficiar do desempenho organizacional e do valor de mercado alcançado, mediante avaliações positivas de investidores (Gillan et al., 2021).

O termo ESG está atrelado às práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização e referem-se às iniciativas adotadas pelas empresas em favor do desenvolvimento sustentável, por intermédio de ações éticas de sua gestão (Chang et al., 2022; D. Zhang, 2022; D. Zhang et al., 2023). O ESG abrange um amplo espectro de questões, como mudanças climáticas, gestão de resíduos, direitos humanos, saúde e segurança no local de trabalho, remuneração executiva e responsabilidade do conselho, dentre outros (Chang et al., 2022). Conforme Qu e Zhang (2015) e Basu (2021), alguns aspectos como cultura, segmentos de mercado, adoção ou não de normas contábeis internacionais, quantidade de empresas de pequeno e médio porte, dentre outros aspectos micro e macroeconômicos devem ser considerados em uma análise de relevância das informações contábeis.

No que tange ao valor de mercado, Zago, Jabbour e Bruhn (2018) defendem que as empresas voltadas para a sustentabilidade tendem a possuir melhores preços das ações, o que a longo prazo, pode reduzir o custo de capital. Pesquisas evidenciam que a divulgação de informações ESG, por meio de relatórios anuais, é associada a um maior valor da empresa (Conca et al., 2021; Eccles et al., 2014; T.-T. Li et al., 2021; Mazzioni et al., 2023; Qiu et al., 2016; Zhou et al., 2022). Contudo, pouco se sabe sobre seus efeitos no ganho de relevância da informação contábil divulgada.

Os fatores³ ESG não se limitam apenas à responsabilidade ambiental, mas também abrangem aspectos sociais e de governança corporativa, e ao se considerar a relação entre ESG e a qualidade da informação, pode-se observar pontos de interseções distintos. A adoção de práticas efetivas de ESG tende a contribuir para a redução de riscos e custos operacionais das entidades (Hoepner et al., 2016; D. Zhang, 2022), por meio de financiamentos direcionados a projetos sustentáveis, com menores taxas e/ou melhores prazos.

Empresas que implementam medidas de eficiência energética, redução de resíduos e otimização dos recursos naturais são capazes de obter benefícios financeiros significativos, dados os recursos disponibilizados para empreendimentos sustentáveis. Do mesmo modo, políticas voltadas para o bem-estar dos funcionários, diversidade e inclusão, bem como boas práticas de governança, fortalecem a reputação da empresa e atraem investidores comprometidos com a sustentabilidade (Bai et al., 2022). Esses fatores, combinados, aumentam a competitividade e a resiliência da empresa no longo prazo, impactando positivamente a qualidade das informações contábeis evidenciadas por lucros persistentes no médio e longo prazo (Pervan et al., 2019).

Eccles, Ioannou e Serafeim (2014) encontraram evidências de que empresas com práticas sustentáveis transparentes têm maior probabilidade de alcançar resultados financeiros consistentes ao longo do tempo. Da mesma forma, o relatório *Global Sustainable Investment Review 2020* demonstrou um crescimento expressivo dos investimentos sustentáveis, indicando que os investidores estão cada vez mais atentos aos critérios ESG, como um fator relevante na avaliação do potencial das empresas de gerar lucros que persistam no tempo (Global Sustainable Investment Alliance, 2020).

Deste modo, a persistência dos lucros das empresas, enquanto atributo da qualidade dos lucros, constitui-se um indicador significativo para analistas financeiros e investidores que buscam identificar empresas com desempenho contínuo e previsível (Ngoc et al., 2020). Segundo Pervan et al. (2019), a persistência dos lucros compreende a capacidade de uma entidade manter, de forma consistente, os resultados positivos ao longo do tempo, refletindo sua eficiência operacional, bem como a capacidade de adaptação às mudanças do mercado no qual está inserido.

³ Fatores e pilares ESG são nomenclaturas utilizadas para se referirem aos termos E, S e G de forma individual.

No entanto, é interessante que as empresas tenham lucros persistentes em um ritmo de crescimento adequado através do crescimento de suas vendas, receitas ou ativos, utilizando apenas os recursos gerados internamente, ou seja, as empresas devem manter uma taxa de crescimento sustentável. De acordo com Higgins (2012), a Taxa de Crescimento Sustentável das empresas serve como um indicador de limite, informando até que ponto a empresa pode crescer de forma financeiramente equilibrada, sem sobrecarregar suas finanças com dívidas excessivas.

Neste sentido, a tomada de decisão empresarial necessita ser embasada em relatórios e informações confiáveis. Conforme explicam Lee e Masulis (2009), os relatórios financeiros são relevantes quando possuem a capacidade de reduzir incertezas acerca de variáveis utilizadas para a tomada de decisão, possibilitando que sejam realizadas previsões de eventos futuros, melhores decisões no presente, além de ajustes sobre resultados e previsões passadas. Portanto, os atributos que compõem a qualidade da informação contábil devem ser precisos para que os gestores direcionem, de forma eficaz, a alocação de recursos (Maria Junior et al., 2020).

A divulgação de práticas ESG enfatiza a importância de condutas sustentáveis, a responsabilidade social e uma estrutura de governança sólida como componentes essenciais para a criação de valor da empresa no mercado a qual está inserida (Chang et al., 2022; Hopata et al., 2020; Kulal et al., 2023; Zago et al., 2018). Por esta razão, entende-se que a divulgação de práticas ESG pode contribuir para a obtenção de ganho de relevância na informação contábil. Entende-se que a integração do ESG na estratégia empresarial tem potencial de otimizar a tomada de decisão por parte de gestores e investidores, ao fornecer informações transparentes e confiáveis sobre as práticas ambientais, sociais e de governança da empresa, dado que tais decisões estão mais informadas (Khalid et al., 2022; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).

Neste contexto, a Teoria Institucional é utilizada como eixo central da fundamentação teórica desta tese, dado que nela observam-se elementos que embasam os motivos pelos quais uma entidade pratica e divulga suas ações de sustentabilidade (ESG), a saber, sua reputação e legitimidade, e como tais fatores podem impactar o desempenho empresarial no mercado corporativo (Helfaya et al., 2023).

A Teoria Institucional infere que as empresas são reconhecidas como unidades econômicas e sociais, e podem se institucionalizar no mercado em que estão estabelecidas, operando dentro de determinadas normas e regras utilizadas por seus pares (Campbell, 2007). Segundo Kostova e Zaheer (1999), as empresas enfrentam pressões

para manter a legitimidade no mercado em que atuam de forma nacional ou internacional, sendo necessário se adaptarem às expectativas e regulamentações do ramo. A busca por legitimidade leva as empresas à adotarem práticas ESG, ou melhores práticas, e as divulguem (Aldrich & Fiol, 1994; A. M. Garcia et al., 2017; Lu & Taylor, 2018; Luo & Tang, 2014), aprimorando a percepção de legitimidade junto aos *stakeholders*.

Assim, as organizações que alcançam um nível mínimo aceitável de legitimidade junto aos seus *stakeholders* são capazes de se manter no mercado de forma competitiva gerando a percepção de maior segurança e menores riscos, o que leva a atração de investidores e financiadores de capital de longo prazo (R. L. M. Garcia et al., 2014; Lu & Taylor, 2018; Luo & Tang, 2014). Por esta razão, entende-se que a divulgação de informações relacionadas as práticas ESG é capaz de impactar positivamente na qualidade da informação contábil comunicada, gerando ganho de relevância ao longo do tempo, o que é convergente à abordagem da Teoria Institucional.

Embora os efeitos do ESG no desempenho organizacional tenham sido avaliados em outros estudos desenvolvidos sobre o tema, onde os fatores ESG são associados a um maior valor da empresa (Conca et al., 2021; Eccles et al., 2014; Qiu et al., 2016; Zago et al., 2018; D. Zhang, 2022; D. Zhang et al., 2023), torna-se necessária a compreensão de como esta divulgação gera impacto sobre o ganho de relevância da informação contábil, em função da divulgação específica de práticas ESG.

Dado que para os investidores externos é indispensável a análise das demonstrações contábeis como principal base de informações sobre o desempenho das empresas, alguns estudos demonstram que existe a expectativa, por parte destes investidores, de que a relevância da informação se torne maior com o tempo, de modo que a cada novo conjunto de informações divulgadas perceba-se um ganho na qualidade das informações em relação aos períodos anteriores (Degenhart et al., 2017; Lee & Masulis, 2009). Neste sentido, o ganho de relevância da informação contábil abrange, inicialmente, a adoção de normas contábeis, a qualidade das informações reportadas e a transparência na divulgação para que os usuários tenham acesso a informações confiáveis e relevantes, permitindo a tomada de decisão com melhor fundamentação e reduzindo incertezas acerca do desempenho da organização (Lee & Masulis, 2009).

Neste contexto, este estudo distingue-se de outros trabalhos realizados sobre o tema, por sua análise abrangente não somente da relação entre a divulgação de práticas ESG e a criação do valor de mercado das empresas, mas também pela verificação do ganho de relevância da informação contábil ao longo do tempo, mediante métricas

relacionadas ao valor de mercado e à persistência dos lucros, lacuna teórica explorada de maneira diligente nesta pesquisa.

De acordo com Iatridis (2013), empresas com maiores níveis de divulgação ESG tendem a ser melhor percebidas por *stakeholders* que buscam informações a respeito do desempenho da organização. Portanto, a qualidade da informação contábil facilita a tomada de decisão, o monitoramento de desempenho e a prestação de contas, ao mesmo tempo, em que possibilita a divulgação e a gestão eficaz de informações relevantes para os três fatores do ESG. Do mesmo modo, a efetividade do ganho de relevância da informação contábil possibilita um processo de geração de elementos informacionais, os quais permitem que gestores e investidores adotem decisões baseadas em informações confiáveis, fortaleçam sua reputação no mercado, estabeleçam relações de confiança com os *stakeholders* e contribuam para um ambiente econômico que seja sustentável.

Desta forma, a contextualização teórica apresentada fundamenta o seguinte problema de pesquisa: **existe ganho de relevância na informação contábil com a divulgação de práticas ESG ao longo do tempo?**

A despeito do problema de pesquisa apresentar resposta do tipo “sim” ou “não”, salienta-se que a abordagem metodológica utilizada visa ir além desse tipo de resposta, buscando analisar a relação das variáveis, não em um determinado período, mas ano a ano. A teoria que embasa esta pesquisa auxilia na compreensão sobre o porquê do fenômeno estudado, fornecendo aporte teórico adequado para a interpretação e análise dos resultados encontrados. Assim exposto, este estudo tem como objetivo geral verificar se existe ganho de relevância na informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG em empresas de capital aberto ao longo do tempo. Para se atingir o objetivo geral foram considerados os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar a relação entre a divulgação de práticas ESG (*score* total e por fatores) e o Valor de Mercado das empresas;
- b) Analisar a relação entre a divulgação de práticas ESG (*score* total e por fatores) e a Persistência dos Lucros das empresas;
- c) Analisar a existência do ganho de relevância da informação contábil ao longo do tempo, por meio do coeficiente R-Square (R^2) do *score* ESG e por fatores; e
- d) Analisar se a variação do *score* ESG está positivamente relacionada a Taxa de Crescimento Sustentável.

Neste estudo, defende-se a tese de que há um ganho de relevância na informação contábil, ao longo do tempo, a partir divulgação de práticas ESG pelas empresas de capital

aberto e, tal ganho de relevância pode ser evidenciado pelo Valor de Mercado, pela Persistência dos Lucros e pela Taxa de Crescimento Sustentável. Argumenta-se que a integração de práticas ESG nas estratégias empresariais é uma evolução necessária para o desenvolvimento sustentável das empresas. Desse modo, a relevância da informação contábil, quando aprimorada pelas práticas ESG, pode se tornar um diferencial competitivo e um indicador de gestão comprometida com a sustentabilidade do negócio, visto que empresas que demonstram compromisso com as práticas ESG podem se beneficiar de uma maior valorização de mercado e de uma maior estabilidade de resultados, o que é benéfico para os investidores e para a sociedade em geral. Infere-se que, ao se associar a divulgação de práticas ESG com a qualidade da informação contábil, pode-se obter um ganho de relevância nos dados, fortalecendo a transparência, a confiança e a percepção positiva dos *stakeholders*.

No presente cenário econômico global em que a conscientização sobre questões ambientais, sociais e de governança está em ascensão nas empresas, o estudo da temática ESG em Contabilidade desempenha um importante papel na transformação dos modelos de negócio em direção à sustentabilidade, promovendo um impacto positivo na sociedade e fornecendo informações claras e confiáveis aos usuários da informação financeira. Pesquisas nesta área demonstram que as informações voltadas para as práticas ESG, divulgadas pelas empresas, auxiliam a tomada de decisão, a gestão de riscos, a prestação de contas e a criação de valor a longo prazo (D. Zhang, 2022), por isto sua relevância.

Este estudo contribui para o debate e pesquisas sobre ESG no campo da contabilidade ao analisar como a divulgação de práticas ESG impacta a relevância da informação contábil e crescimento sustentável das empresas de capital aberto. A pesquisa aprofunda o entendimento sobre a institucionalização de práticas ESG e revela variações na influência dos pilares E, S e G no desempenho financeiro e na sustentabilidade organizacional.

O fundamento teórico e a metodologia adotada oferecem uma estrutura analítica que pode ser replicada em futuras pesquisas em ESG, possibilitando investigações em diferentes setores e contextos globais. A abordagem teórica reforça a ideia de que a adoção de práticas ESG, ao responder às expectativas dos *stakeholders*, agrega valor e relevância à informação contábil, impactando positivamente o Valor de Mercado e a Persistência dos Lucros das empresas. Além disso, a análise da Taxa de Crescimento Sustentável fornece um parâmetro estratégico para empresas que implementam práticas

ESG em suas operações, sugerindo que o crescimento sustentável pode ser um reflexo direto da institucionalização dessas práticas.

Em termos de implicações práticas, esta tese pode contribuir para as empresas evidenciando que a divulgação de práticas ESG não são apenas uma questão de promoção e visibilidade, mas uma estratégia que aumenta a relevância da informação contábil e, conseqüentemente, o valor de mercado e a estabilidade dos lucros. Para os investidores, esta tese enfatiza a importância de considerar a divulgação de práticas ESG na avaliação das empresas, evidenciando que a adoção genuína dessas práticas é indicativo de que o desempenho financeiro é mais estável e sustentável na organização.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

Nesta seção é apresentado o referencial teórico que sustenta a pesquisa, bem como a formulação das hipóteses a serem testadas. A teoria utilizada para construção da fundamentação desta tese foi a Teoria Institucional, que oferece uma compreensão abrangente de como as empresas interagem com as diversas partes interessadas e como essas interações, juntamente com as pressões institucionais, afetam o ganho de relevância da informação contábil em termos de critérios ESG.

Com base na teoria, foram desenvolvidas hipóteses específicas para orientar a pesquisa empírica a fim de verificar a validade das propostas teóricas no contexto analisado. As hipóteses H_{1a} e H_{1b} relacionam os *scores* ESG com o Valor de Mercado, numa perspectiva externa das empresas. Já as hipóteses H_{2a} e H_{2b} relacionam os *scores* ESG com a Persistência dos Lucros, numa perspectiva interna das empresas. Por sua vez, a hipótese H_3 , para além dessas perspectivas, numa análise complementar e mais abrangente, relaciona o *score* ESG com a Taxa de Crescimento Sustentável também numa perspectiva externa e interna das empresas. A partir da estrutura teórica, a pesquisa buscará testar e validar essas hipóteses, contribuindo para o entendimento de como as práticas de ESG podem ser integradas de maneira eficaz nas estratégias empresariais, de modo a gerar ganho de relevância da informação contábil divulgada.

2.1 TEORIA INSTITUCIONAL

A Teoria Institucional tem suas raízes nas ciências sociais, especialmente na economia e sociologia, tendo sido formalizada nas décadas de 1970 e 1980 (Scott, 1987). Essa teoria, segundo Scott (2014), tem sido utilizada como uma estrutura conceitual de diversos estudos, sendo considerada uma tradição em pesquisas desde meados do século XIX. Segundo o mesmo autor essa abordagem dominou os estudos nas ciências sociais durante seu período fundacional, de 1850 até a década de 1920. No entanto, foi ofuscada ao longo de várias décadas do século XX, sendo redescoberta e renovada somente na década de 1970. Ainda para o autor, a partir de então, a Teoria Institucional não apenas cresceu, mas prosperou tornando-se a principal estrutura orientadora dos estudos organizacionais e de gestão.

Para North (1991), as instituições são compreendidas como as “regas do jogo” que moldam e orientam as interações econômicas e sociais entre as organizações e as pessoas,

de forma que tais instituições estabeleçam limites e oportunidades, influenciando as decisões e comportamentos em um determinado contexto. O autor argumenta que as instituições são peças fundamentais para se entender o desenvolvimento econômico, podendo ser formais, como leis e regulamentos, ou informais, como normas sociais e culturais. A eficácia dessas instituições determina diretamente o nível de eficiência de uma economia e seu potencial para crescer e se desenvolver.

A Teoria Institucional analisa como as instituições podem influenciar o comportamento tanto individuais quanto organizacionais em uma sociedade. Segundo a teoria, as organizações são influenciadas por suas interações com outras entidades no contexto institucional em que estão situadas. A Teoria Institucional foi inspirada por sociólogos como Max Weber, que fez contribuições sobre a burocracia e a racionalidade organizacional (Weber, 1947), e Émile Durkheim que tratou das relações entre instituições sociais e comportamento humano (Durkheim, 2014). Contudo, após as pesquisas de autores como John W. Meyer, Brian Rowan, Paul DiMaggio e Walter Powell a teoria ganhou importância no estudo das organizações.

O trabalho de Meyer e Rowan (1977) introduziu o conceito de isomorfismo institucional, descrevendo como as organizações em um mesmo cenário tendem a se tornar semelhantes com o passar do tempo. Para autores como Meyer e Rowan (1977), Hannan e Freeman (1977), DiMaggio e Powell (1983) e Scott (2014), no contexto da Teoria Institucional, o isomorfismo é o processo pelo qual as organizações, dentro de um mesmo ambiente, se tornam semelhantes ao longo do tempo, independentemente de suas peculiaridades. Esse processo pode ser causado por pressões institucionais internas e externas que levam à necessidade de conformidade com normas, práticas e estruturas percebidas como legítimas no campo organizacional. De acordo com DiMaggio e Powell (1983) tal tendência por similaridade entre organizações não se dá por eficiência, mas em resposta a pressões do ambiente institucional. Assim, a Teoria Institucional destaca que as organizações não operam em isolamento, mas em um ambiente institucional que molda suas estruturas, processos e comportamentos.

Hannan e Freeman (1977) abordaram sobre a competição organizacional em ambiente de mercado. O estudo dos autores examinou como a seleção natural atua na sobrevivência das organizações, versando sobre a homogeneização das instituições resultante da competição organizacional. Na década seguinte, ao estudo original de Hannan e Freeman (1977), DiMaggio e Powell (1983), em contraste ao Isomorfismo Institucional, classificaram essa seleção natural como Isomorfismo Competitivo, sendo

esta uma visão mais apropriada para os campos em que há competição livre e aberta. Desta forma, o Isomorfismo Competitivo ocorre por pressões do mercado pela maximização da eficiência, e o Isomorfismo Institucional resulta de pressões sociais, normativas e culturais que estimulam as organizações pela busca da legitimidade no mercado.

Segundo Scott (2014), as instituições englobam elementos regulatórios, normativos e culturais que, em conjunto com atividades e recursos relacionados, oferecem equilíbrio e coerência à vida social. Desta forma, em um movimento similar a fatores macroeconômicos que afetam a relação entre diversos agentes econômicos, esse arcabouço regulatório, normativo e cultural direciona a forma de interação entre as empresas e seus *stakeholders* (Pinheiro et al., 2023). Assim, fatores coercitivos, normativos e miméticos pressionam as empresas a comportarem-se de forma similar para sobreviverem no mercado em que atuam (Bansal & Clelland, 2004; Bilyay-Erdogan, 2022; DiMaggio & Powell, 1983).

De acordo com DiMaggio e Powell (1983), os fatores coercitivos, normativos e miméticos são mecanismos do isomorfismo institucional. Tais mecanismos apresentam o motivo de as organizações tenderem a adotar estruturas e comportamentos semelhantes. Assim, os autores conceituam estes fatores como:

- Isomorfismo Coercitivo: resulta de influências políticas e do problema de legitimidade. Destaca-se que, conforme os autores, a legitimidade, no contexto da Teoria Institucional, consiste no processo pelo qual as organizações adotam estruturas e práticas amplamente difundidas e apoiadas pelo ambiente institucional em que estão inseridas. Os autores sugerem que as organizações buscam legitimidade visando garantir sua sobrevivência, e não necessariamente para aumentar/melhorar sua eficiência. Isso ocorre porque as práticas consideradas legítimas são vistas como adequadas e em conformidade com as normas sociais, independentemente de serem as mais eficientes ou eficazes. Dessa maneira, o isomorfismo coercitivo refere-se às pressões formais e informais que são exercidas sobre as empresas por outras organizações. Essas pressões podem se originar de entidades governamentais, reguladoras ou de outras organizações que possuem poder sobre elas. Assim, as empresas adotam práticas para atender a leis, regulamentações ou políticas, no intuito de evitar penalidades e/ou se manterem legítimas no mercado em que atuam. Nesse sentido, uma empresa

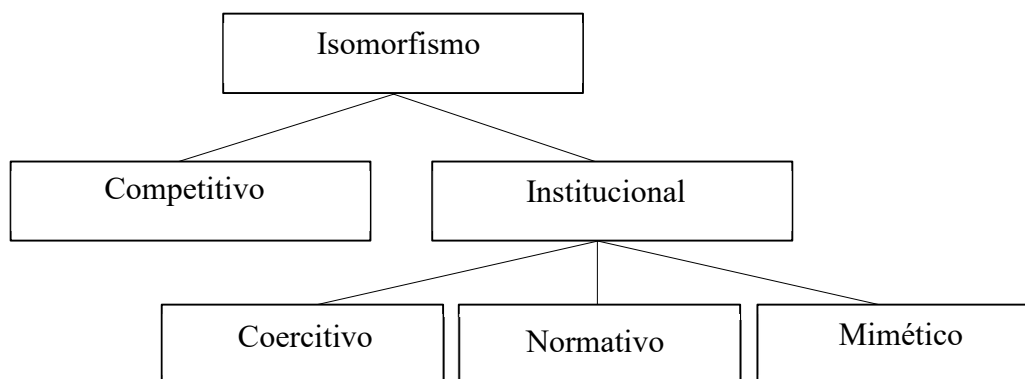
petrolífera (por exemplo) pode ser obrigada a seguir normas ambientais impostas por agências reguladoras, como redução de emissões de gases de efeito estufa e o tratamento de resíduos, para que possa operar legalmente no mercado.

- Isomorfismo Normativo: refere-se às pressões que surgem da profissionalização e da padronização em determinados mercados. Essas pressões surgem, normalmente, de normas e expectativas criadas por meio de entidades profissionais, processos de treinamento ou associações de classe. Nesse sentido, profissionais da área da saúde (por exemplo), como médicos e enfermeiros, são membros de conselhos e associações profissionais que impõem normas e códigos éticos para sua atuação.
- Isomorfismo Mimético: surge de respostas padronizadas diante de indecisões levando à imitação. Ocorre quando as empresas, em situações de incerteza ou ambiguidade, tendem a copiar as práticas de outras empresas consideradas legítimas ou bem-sucedidas no mercado. A imitação é uma reação provável quando a empresa não tem clareza sobre a melhor ação a ser tomada em determinada situação. Assim, as empresas buscam alcançar os mesmos resultados e legitimar-se perante os *stakeholders* ao replicar as melhores práticas do setor. Nesse sentido, uma *startup* de tecnologia (por exemplo) pode imitar o estilo de gestão de empresas como *Google* ou *Apple*, adotando práticas como espaços de trabalho abertos ou benefícios aos colaboradores, sem garantia de que essa seja a melhor prática para o seu contexto específico.

Esses três mecanismos de isomorfismo institucional ajudam a explicar por que, mesmo em contextos competitivos, empresas de um mesmo setor frequentemente acabam adotando estruturas e práticas similares ao longo do tempo. A Figura 1 apresenta a síntese da ramificação do isomorfismo apresentada e seus componentes.

Figura 1

Ramificação do isomorfismo baseado na Teoria Institucional



Nota. Baseada em DiMaggio e Powell (1983) e Hannan e Freeman (1977).

Nesse sentido, diante dos objetivos estabelecidos para a realização desta tese, entende-se que o Isomorfismo Institucional se apresenta como mais adequada a abordagem teórica desenvolvida, destacando como a divulgação de práticas ESG reflete a adaptação das empresas a pressões sociais, normativas e regulatórias, que são as características centrais da Teoria Institucional, e na percepção de ganho de relevância da informação contábil divulgada.

A Teoria Institucional ressalta ainda o papel fundamental da legitimidade e do poder nas relações entre organizações e seu ambiente. O esforço para obter legitimidade leva as organizações a adotarem práticas e estruturas que são reconhecidas e aceitas socialmente, visando assegurar sua permanência no mercado e êxito a longo prazo. O processo de legitimação forma a identidade e o comportamento organizacional conforme as normas, regras e expectativas culturais definidas pelo ambiente institucional (Beuren & Dallabona, 2013; Bouilloud et al., 2020; Pinheiro et al., 2023). Assim, essa teoria visa descrever como as organizações percebem e respondem às mudanças sociais e organizacionais, postulando que as empresas são modeladas por seus intercâmbios com as demais entidades do ambiente institucional. Nesse sentido, a legitimidade atua como um recurso simbólico que as organizações buscam acumular para garantir sua existência no mercado (Bouilloud et al., 2020; Pinheiro et al., 2023).

De fato, as estruturas organizacionais, como abordado por Meyer e Rowan (1977), podem ser adotadas pelas organizações a fim de sinalizar conformidade às diretrizes normativas e valores sociais, embora não precisem necessariamente contribuir diretamente para a eficiência organizacional, mas ganham legitimidade, recursos e estabilidade. Portanto, no contexto ESG, pode significar que a empresa está

implementando uma política de responsabilidade social, ambiental e de governança para que possa ser vista como legítima perante os investidores e demais *stakeholders*.

O ambiente institucional não apenas impõe restrições, mas também oferece oportunidades e desafios estruturais. As organizações precisam equilibrar a pressão para se conformar às expectativas externas com a necessidade de inovação e diferenciação competitiva. Essa dialética entre conformidade e inovação é crucial para a evolução organizacional, pois a resposta das empresas às mudanças sociais e regulatórias pode criar um mecanismo de coevolução entre elas e o ambiente (Scott, 2014).

Segundo Helfaya et al. (2023), na Teoria Institucional, aspectos culturais, sistemas regulatórios e valores compartilhados são aspectos cruciais para a compreensão da dinâmica organizacional, se concentrando no exame de condições externas que influenciam o comportamento das empresas. De acordo com Bilyay-Erdogan (2022), a Teoria Institucional reflete o impacto do desempenho social e ambiental no sucesso corporativo. Campbell (2007) observa que, no paradigma da Teoria Institucional, as empresas são percebidas como unidades econômicas que operam dentro de estruturas construídas por instituições com expectativas. Ainda segundo o autor, as organizações que operam em países com estruturas institucionais semelhantes tendem a adotar formas de condutas semelhantes, como o comportamento ético.

No contexto da Teoria Institucional, as empresas são incentivadas a adotar ou melhorar as práticas de ESG para se tornarem semelhantes às outras organizações, adotando e implementando ações consideradas adequadas ou aceitáveis pela sociedade. As empresas ao seguirem práticas institucionais similares e aderirem às normas amplamente aceitas tendem a se tornar homogêneas (Bilyay-Erdogan, 2022). Com base nessa teoria, que propõe que as empresas operem em um ambiente institucional que molda seu comportamento empresarial, estudos empíricos demonstram que o quadro institucional de cada país, em nível nacional, influencia significativamente o desempenho corporativo em ESG (Benlemlih & Girerd-Potin, 2017; Ioannou & Serafeim, 2012).

A Teoria Institucional proporciona uma perspectiva teórica de relevância para a compreensão da forma pela qual as organizações são afetadas pelo ambiente institucional que as circunda, bem como para elucidar suas respostas a tais influências por meio de processos como o isomorfismo, a busca pela legitimidade e a institucionalização de práticas e estruturas organizacionais (Bilyay-Erdogan, 2022; Helfaya et al., 2023; Soeiro & Wanderley, 2019). Desta forma, as crescentes pressões por práticas empresariais mais

sustentáveis têm impulsionado organizações a se adaptarem às novas expectativas sociais e regulatórias.

De acordo com Scott (2014), a institucionalização refere-se ao processo pelo qual estruturas, regras, normas e crenças se tornam aceitas e estabelecidas dentro de uma organização ou campo social. O autor destaca o papel crucial das empresas na construção da realidade social, pois elas moldam o comportamento tanto de indivíduos quanto de organizações. Considerando, ainda, as instituições como um sistema de regras e significados compartilhados que orientam e restringem as ações, oferecendo assim estabilidade e previsibilidade.

Neste sentido, Scott (2014) aborda três concepções de institucionalização, a saber:

- *Institutionalization Based on Increasing Returns* (Institucionalização Baseada em Retornos Crescentes): refere-se aos retornos crescentes por meio de um processo em que certas estruturas ou práticas organizacionais se tornam cada vez mais difíceis de mudar à medida que são repetidamente adotadas e seguidas. Ocorre que conforme as práticas são implementadas, os benefícios e retornos de sua adoção aumentam gradualmente com o passar do tempo. Assim, quando uma prática institucionalizada é estabelecida, indivíduos e organizações podem ganhar cada vez mais ao mantê-la, criando um ciclo de reforço positivo. Para as empresas, torna-se mais caro ou arriscado “mudarem de direção”, institucionalizando tais práticas ou estruturas dentro do sistema institucional. Para Scott (2014), a institucionalização baseada em retornos crescentes faz com que as práticas iniciais, embora adotadas por conveniência ou circunstância, se tornem ao longo do tempo mais dominantes e resistentes à substituição, devido aos benefícios que se acumulam.
- *Institutionalization Based on Increasing Commitments* (Institucionalização Baseada em Compromissos Crescentes): refere-se ao processo pelo qual o indivíduo ou a organização se compromete progressivamente com determinada prática, regra ou estrutura institucional. Com o aumento desse comprometimento torna-se cada vez mais difícil, para os envolvidos, abandonarem tais práticas ou estruturas. Essa concepção sugere que quanto mais os atores se comprometem com a prática, maior será o “custo” de abandoná-la, o que contribui para consolidá-la como parte essencial da organização. Assim, compromissos crescentes fortalecem a estabilidade

institucional, tornando as mudanças menos prováveis já que os atores sentem que tem muito a perder caso abandonem determinada(s) prática(s).

- *Institutionalization as Increasing Objectification (Institucionalização como Crescente Objetificação)*: nesta concepção, práticas, regras e estruturas institucionais passam a ser vistas como ‘objetivas’ ou como partes naturais e inevitáveis da realidade social. À medida que essas práticas se repetem e são amplamente aceitas, deixam de ser vistas como convenções sociais ou escolhas arbitrárias, passando a ser consideradas como normas objetivas e óbvias que simplesmente existem e não podem ser questionadas. Estes processos de objetificação transformam práticas consideradas como opções em realidade dada, legitimando e consolidando ainda mais as organizações. Assim, com o passar do tempo, as práticas institucionalizadas são vistas como o núcleo mais natural de um sistema, tornando-se gradativamente mais difíceis de contestar ou modificar, pois passam a ser entendidas como parte indiscutível da ordem social.

Scott (2014) argumenta que esses processos de institucionalização são centrais para a maneira como as instituições se consolidam e se tornam resistentes a mudanças, criando um ambiente de estabilidade e previsibilidade no qual as organizações operam. A Figura 2 resume as três concepções abordadas pelo autor.

Figura 2

Resumo das concepções de institucionalização (continua)

Concepção	Descrição	Foco	Exemplo
Institucionalização Baseada em Retornos Crescentes	As práticas e estruturas organizacionais tornam-se cada vez mais difíceis de mudar à medida que são repetidamente adotadas, pois os benefícios acumulam-se ao longo do tempo.	Ciclo de reforço positivo e estabilidade.	Uma prática organizacional amplamente adotada torna-se padrão devido aos custos e riscos em caso de mudança.
Institucionalização Baseada em Compromissos Crescentes	O processo pelo qual organizações e indivíduos se tornam progressivamente mais comprometidos com práticas e estruturas existentes, consolidando sua legitimidade ao longo do tempo.	Lealdade e dependência das práticas.	Uma organização continua a seguir práticas antigas por tradição ou compromisso.

Figura 2

Resumo das concepções de institucionalização (continuação)

Institucionalização como Crescente Objetificação	As práticas, regras e estruturas são progressivamente vistas como "objetivas" ou como parte natural e inquestionável da realidade social, dificultando sua contestação ou mudança.	Percepção social de normalidade e legitimidade.	Práticas anteriormente arbitrárias passam a ser consideradas óbvias e naturais, tornando-se "indiscutíveis".
--	--	---	--

Nota. Elaborada a partir de Scott (2014).

Nesse sentido, para a realização desta pesquisa, entende-se que a Teoria Institucional pode proporcionar *insights* acerca de como as normas e valores associados ao ESG estão influenciando as estratégias e as políticas das empresas na expectativa de se legitimar no mercado. Assim, as organizações que se alinham com as normas e valores em torno do ESG tendem a conquistar maior legitimidade social, reduzindo os riscos reputacionais e financeiros, de forma a estabelecer relacionamentos mais sólidos com seus *stakeholders*.

A institucionalização das práticas ESG é um processo dinâmico e contínuo que requer compromisso e liderança por parte das empresas que buscam não apenas atender às expectativas dos *stakeholders*, mas também criar valor a longo prazo e contribuir positivamente para a sociedade e o meio ambiente. Ao adotar e incorporar essas práticas ao longo do tempo, as empresas podem melhorar seu desempenho financeiro e operacional, além de desempenhar um papel significativo na construção de um mundo mais sustentável, equitativo e responsável (Adams et al., 2010; Aydogmus et al., 2022; Miralles-Quirós et al., 2019).

Nas empresas, a institucionalização de práticas ESG requer a inserção de seus critérios nas diretrizes, normas e procedimentos de uma organização, de modo a se tornarem elementos essenciais de sua cultura empresarial e gestão corporativa, possibilitando o ganho de relevância ao longo do tempo. Para tanto, diferentes instrumentos de institucionalização podem ser inseridos, entre eles, políticas internas de Governança Corporativa que favorecem a integração das práticas ESG pelas claras orientações, como a criação de Conselhos de Sustentabilidade, Comissões de Ética e Governança, além de mecanismos de auditoria para assegurar o cumprimento das normas. Outro instrumento importante a ser inserido é o estabelecimento de metas e relatórios de sustentabilidade, que permitem definir objetivos específicos cujo processo pode ser

acompanhado por meio de informações de desempenho ESG, auditados por empresas independentes de maneira transparente e precisa. Além destes, as normas e certificações como os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), o Pacto Global e os padrões *Global Reporting Initiative* (GRI) podem contribuir para a institucionalização das práticas ESG oferecendo um conjunto de métricas e diretrizes a serem seguidas. Isto posto, a institucionalização para uma organização torna-se uma possibilidade para as modificações necessárias que podem ocorrer por meio de práticas que buscam a eficiência organizacional ou apenas por adequações de conformidade adotadas pela gestão.

Embora tais instrumentos possam ser institucionalizados nas empresas para consolidação do ESG, há dificuldades que podem ser enfrentadas desde a incapacidade de medir os impactos reais dessas ações até a ocorrência de *greenwashing*⁴, em que empresas simulam práticas ESG sem compromissos genuínos. Este cenário reforça a importância de uma governança eficaz e de um rigoroso controle por parte dos gestores, visando garantir que o ESG se traduza em resultados concretos e demonstre benefícios tangíveis para a sociedade e meio ambiente. Assim, a institucionalização de práticas ESG é um processo constante que exige comprometimento por parte de sua liderança a fim de que tais práticas sejam efetivas e se tornem pilares centrais da gestão empresarial.

Diante do exposto, pode-se verificar que a teoria e os diversos conceitos apresentados nesta tese alinham-se adequadamente aos seus propósitos, para fundamentar teoricamente o processo de investigação e compreensão de como as práticas ESG podem gerar um ganho de relevância da informação contábil ao longo do tempo, de modo a demonstrar que essas práticas são incorporadas nas organizações e são parte significativa na relevância das informações utilizadas para a tomada de decisão.

⁴ Segundo Schmuck et al. (2018), o *greenwashing* corresponde à manipulação de informações conhecida como "lavagem verde" e atribui à empresa um comportamento socialmente responsável distante do que pode ser atestado em seus relatórios de sustentabilidade, ou gera um conflito de informações entre o que é divulgado e o que pode ser observado das empresas fora desses relatórios. De acordo com De Jong et al. (2017), essa manipulação pode se caracterizar pela divulgação de informações falsas ou que refletem verdades parciais, na tentativa de alterar a percepção do investidor para alcançar a legitimidade esperada; e por meio de recursos de comunicação em que as organizações fazem afirmações não verificadas em seus relatórios de sustentabilidade, ou mesmo com certificações questionáveis.

2.2 ESG (*ENVIRONMENTAL, SOCIAL E GOVERNANCE*)

Desde o início do século XX há uma transformação gradual, porém substancial, nos princípios e na mentalidade empresarial ao redor do mundo. Essa evolução é evidenciada pelo surgimento do conceito ESG, que representa uma visão abrangente por redefinir a missão e as obrigações das empresas para além de seus objetivos financeiros. O surgimento do ESG iniciou-se a partir das preocupações ambientais que surgiram nas décadas de 1960 e 1970, quando os movimentos de conservação e conscientização ambiental começaram a ganhar destaque em escala mundial (Hill, 2020).

Nos anos 1980 e 1990, o aspecto social do ESG se fortaleceu à medida que as empresas enfrentaram crescentes pressões para lidar com questões relacionadas aos direitos humanos, condições de trabalho e diversidade. Escândalos corporativos e crises socioeconômicas, como Enron e a Crise Financeira Global, destacaram a urgência de ampliar a transparência, ética e responsabilidade social empresarial (Anbima, 2020; Galbreath, 2013; Hill, 2020).

A partir de 1983, o conceito de desenvolvimento sustentável ganhou destaque com a criação da Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento pela Assembleia Geral da Organização das Nações Unidas (ONU), sob a presidência de Gro Harlem Brundtland, objetivando a elaboração de estratégias para atingir o desenvolvimento sustentável das organizações (Khatib et al., 2023). Desenvolvimento sustentável, conforme a comissão, é aquele que atende às necessidades da geração atual sem comprometer a capacidade das gerações futuras de atender às suas próprias necessidades e expectativas humanas. Desta forma, o desenvolvimento sustentável infere uma mudança gradativa da economia e da sociedade (Khatib et al., 2023).

Em 2015, a Agenda Global 2030 para o Desenvolvimento Sustentável lançou os dezessete Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que constituem uma série de metas globais, estabelecidas pelas Nações Unidas, na tentativa de unir esforços em direção a um mundo mais sustentável (Kronemberger, 2019). Segundo Zhang (2007), foi no início do século XXI que o conceito de Governança Corporativa, representado pelo "G" do ESG, ganhou destaque no cenário empresarial. Os colapsos de grandes empresas como Enron e WorldCom, juntamente com a promulgação de leis como *Sarbanes-Oxley* (Sarbanes-Oxley Act of 2002, 2002) nos Estados Unidos da América, ressaltaram a importância da governança eficaz na gestão de riscos e na sustentabilidade dos negócios.

No mercado financeiro o termo ESG surgiu pioneiramente no relatório "*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*", publicado em 2004 pelo *United Nations Environment Programme*, com o intuito de oferecer diretrizes às empresas sobre a incorporação de elementos ambientais, sociais e de governança em suas funções corporativas e relatórios financeiros (*United Nations Environment Programme Finance Initiative*, 2004). Nos últimos anos, o tema ESG tem se tornado uma abordagem fundamental para as empresas em todo o mundo. Os aspectos pertinentes a esta temática não são apenas uma questão crucial para a sustentabilidade empresarial, mas também têm um forte impacto nas decisões de investimento e nas percepções do mercado em relação às organizações (Kirkerud & Tran, 2019; D. Zhang et al., 2023).

Inicialmente, as empresas estavam preocupadas principalmente com as responsabilidades financeiras e regulatórias. No entanto, as crescentes preocupações globais sobre as alterações climáticas, a desigualdade social, os direitos humanos e a transparência empresarial criaram a necessidade de uma abordagem mais holística à gestão empresarial (Basu, 2021; N. Wang et al., 2023; D. Zhang et al., 2023). De acordo com as pesquisas realizadas nesta temática, o termo então ganhou destaque nos ambientes financeiros e empresariais no início do século XXI, à medida que os investidores começaram a compreender que os fatores ambientais, sociais e de governança poderiam ter um impacto significativo no desempenho financeiro e na reputação de uma empresa a longo prazo. À medida que os investidores institucionais e gestores de ativos começaram a integrar considerações ESG em suas estratégias de investimento, as empresas reconheceram a importância de adotar práticas sustentáveis e responsáveis para angariar capital e mitigar riscos (Edmans, 2023; T.-T. Li et al., 2021; D. Zhang, 2022).

Segundo Wang et al. (2023), uma estratégia de investimento em ESG considera que os componentes do ESG têm um impacto relevante no sucesso de uma organização e no retorno de mercado. Assim, o ESG é um conjunto de critérios que visa medir a sustentabilidade e o impacto ético de uma empresa no mercado em que atua. Esses critérios são considerados por investidores e outras partes interessadas para entender como uma empresa gerencia suas responsabilidades sociais, ambientais e de governança. Portanto, a adoção de práticas ESG reflete o compromisso da empresa com a responsabilidade corporativa e a sustentabilidade a longo prazo.

Os critérios ESG são utilizados por investidores para avaliar riscos relacionados ao meio ambiente, com questões sociais e de governança que podem afetar a *performance* financeira das empresas a longo prazo; para tomar decisões de investimento, dado que os

investidores procuram empresas que gerem lucros de maneira ética e sustentável; e verificar o comprometimento das empresas em contribuir para um desenvolvimento sustentável do negócio para a minimizar seu impacto negativo no mundo.

Sua importância para as empresas se dá por meio da redução de riscos, onde empresas que adotam práticas ESG tendem a ser mais resilientes a riscos ambientais, sociais e de governança, como por exemplo, desastres naturais, violações de direitos humanos e escândalos de corrupção (Giese et al., 2020; M. Khan et al., 2016). Os investidores estão mais focados em investimentos que sejam sustentáveis e, empresas com boas práticas ESG podem atrair mais investimentos e acessar capital a custos mais baixos (D. Zhang, 2022). Além disso, as práticas ESG podem causar impactos positivos na reputação e imagem corporativa das empresas, levando a um maior nível de fidelidade dos clientes e melhores relações com a comunidade; a redução de desperdícios e ao uso eficiente de recursos resultando em economias significativas para as empresas.

O crescimento das pesquisas em ESG é relatado no estudo de Ribeiro e Lima (2022), que objetivaram mapear e analisar as correntes teóricas estudadas nessa temática. Essas correntes teóricas apontam os principais focos de estudos em pesquisas ESG. Por meio de análise bibliométrica de 723 artigos, os autores identificaram cinco *clusters* sendo eles: Influência das Teorias Organizacionais; Competitividade; Impacto ESG no Desempenho Financeiro; Responsabilidade Social Corporativa e Teoria dos *Stakeholders*. Esses *clusters* estão em ordem decrescente em número de citações. Assim, os autores identificaram um crescimento significativo da pesquisa em ESG nas últimas décadas, evidenciando o aumento do interesse pelo tema no meio acadêmico e empresarial.

A pesquisa de Pontelli et al. (2022), com uma amostra de 9.063 publicações, apresentou uma análise da produção científica sobre ESG utilizando a base de dados *Web of Science* no período de 2011 a 2020, verificando as escolhas acadêmicas em relação a essa temática. Os autores evidenciaram um aumento no número de publicações sobre ESG, principalmente no ano de 2020, onde o Estados Unidos da América liderou esse *ranking*. Os autores identificaram as principais áreas temáticas como sendo estudos ambientais, ciências ambientais e tecnologia verde sustentável, observando ainda, uma crescente demanda por pesquisas voltadas para a transparência, desempenho financeiro e divulgação de práticas ESG. Neste sentido, o artigo sugere que o crescente aumento de pesquisas e publicações nessa temática retrata sua importância no ambiente corporativo e acadêmico.

Visando realizar uma revisão da literatura sobre a divulgação de práticas ESG no contexto da pesquisa contábil, Tsang et al. (2023) analisaram artigos sobre a temática ESG e sobre Responsabilidade Social Corporativa publicados no período de 1978 a 2021 em periódicos de contabilidade de alto impacto, totalizando 132 trabalhos. O estudo organizou a pesquisa em quatro categorias: motivações, consequências, características das divulgações e usuários de ESG. Os autores identificaram que a divulgação de ESG pode afetar o valor de mercado das empresas e reduzir a assimetria informacional com potencial para influenciar a avaliação do desempenho financeiro organizacional. A pesquisa dos autores destacou a crescente relevância da divulgação de práticas ESG para investidores e demais *stakeholders*, alertando, porém, para a necessidade de padronização e melhor governança na divulgação de tais informações.

Com base em 4.084 artigos extraídos da base *Scopus* no período de 2001 a 2023, Cai et al. (2024) analisaram a literatura publicada sobre o impacto da divulgação de práticas ESG no valor de mercado das empresas. Os autores identificaram que houve um crescimento exponencial de publicações sobre a temática a partir de 2015, o que reflete o interesse acadêmico e corporativo pela relação entre ESG e valor de mercado. Na pesquisa dos autores, China e Estados Unidos da América lideram a produção científica com 788 e 516 artigos, respectivamente. Ainda na pesquisa dos autores, a análise por *clusters* identificou seis temas principais: Social, Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, ESG, Organização, Inovação e *Stakeholders*. Além disso, a pesquisa revelou um crescente interesse por temas como Garantia ESG, Relato Integrado, Diversidade de Gênero e Inovação Verde. Desta forma, o estudo dos autores comprovou que a divulgação de práticas ESG é de fato um importante campo de pesquisa, com evidências crescentes de sua relação com o valor de mercados das empresas.

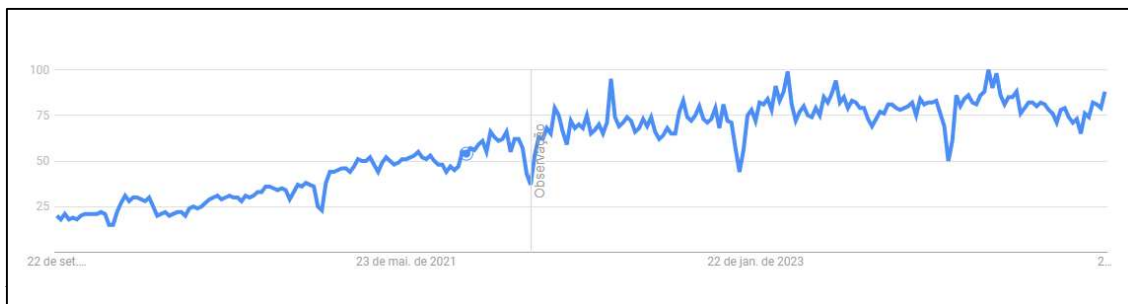
Dados da ferramenta *Google Trends*, da *Google* ([s.d.]), permitem visualizar a tendência de pesquisas a partir de uma palavra-chave/termo em diversos países e períodos. A pontuação da ferramenta varia de 0 (zero) a 100 que indica o interesse relativo no termo pesquisado. Desse modo, uma pontuação 0 (zero) significa que não há dados suficientes sobre o termo pesquisado; a pontuação 50 significa que o termo possui metade da popularidade; e o valor 100 representa o pico de popularidade do termo pesquisado na ferramenta.

Analisando a tendência de pesquisas do termo ESG nos últimos 5 anos na referida plataforma, percebe-se o aumento crescente pelo interesse nessa temática, conforme

relatados nos estudos de revisão sistemática realizados sobre o tema. A Figura 3 demonstra o gráfico da tendência de pesquisas em ESG desde 2019 até 09/2024.

Figura 3

Tendência de pesquisas em ESG nos últimos 5 anos



Nota. Extraído da ferramenta *Google Trends*. <https://trends.google.com.br/trends/>

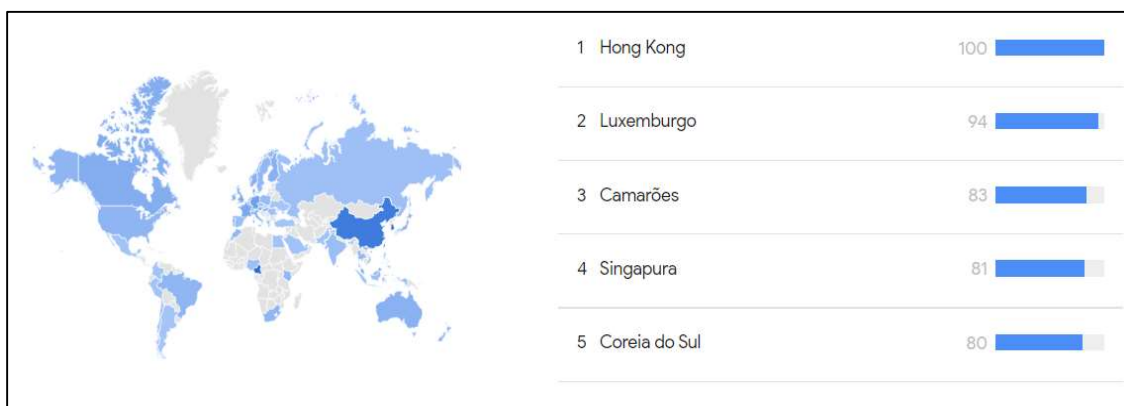
O gráfico mostra o interesse de pesquisa pelo termo ESG ao longo dos últimos cinco anos. Nota-se que no início do período o interesse é relativamente baixo, por volta de 25 pontos, e se mantém estável até o início de 2021, quando começa a haver um aumento gradual e consistente de pesquisas sobre o tema. A partir de 03/2021 observa-se um crescimento mais acentuado no interesse pelo termo, com alguns picos e quedas ao longo do tempo. A elevação pode estar relacionado ao recente aumento de conscientização sobre fatores importantes envolvendo o meio ambiente, a sociedade e a governança nas práticas empresariais e no mercado financeiro (Galbreath, 2013; T.-T. Li et al., 2021). O gráfico mostra que, após essa elevação, o interesse se estabiliza entre 50 e 75 pontos, com picos frequentes que atingem 100 pontos em momentos específicos, sugerindo a ocorrência de eventos ou discussões pontuais que destacaram a temática ESG.

Nos meses mais recentes, próximos ao final do gráfico, há uma estabilização em um nível alto de interesse, em torno de 75 a 100 pontos, com flutuações moderadas, o que indica que o termo ESG continua sendo um tópico relevante e presente nas buscas ao longo dos últimos anos. Esses picos podem estar associados a novas regulamentações, conferências climáticas, escândalos ou iniciativas corporativas que despertaram a atenção pública e midiática sobre o tema ESG (Utz, 2019). O comportamento do gráfico, com picos e quedas regulares, sugere que, embora o interesse pelo termo tenha se mantido alto e constante após 2021, ele é sensível a eventos específicos que impactam diretamente a percepção pública sobre questões ambientais, sociais e de governança.

A Figura 4 demonstra o *ranking* das regiões mundiais que lideram as pesquisas pelo termo ESG nos últimos 5 anos.

Figura 4

Ranking das regiões mundiais em pesquisas pelo termo ESG nos últimos 5 anos



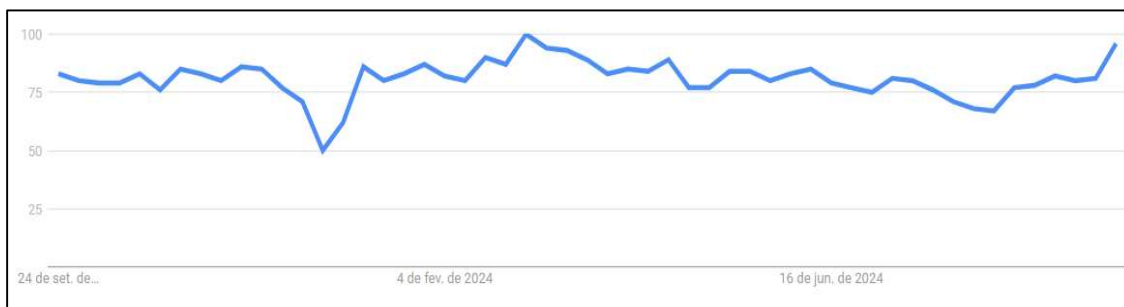
Nota. Extraído da ferramenta *Google Trends*. <https://trends.google.com.br/trends/>

Percebe-se que Hong Kong liderou o *ranking* com uma pontuação de 100, significando que o termo ESG esteve mais popularizado em pesquisas nessa região. Esse dado corrobora o resultado da pesquisa de Cai et al. (2024), onde a China liderou as publicações de artigos com a temática no período analisado.

Ainda em nível mundial, nos últimos 12 meses (09/2023 a 09/2024) as pesquisas pelo termo ESG se mantiveram acima da média, conforme demonstra a Figura 5.

Figura 5

Tendência de pesquisas em ESG nos últimos 12 meses



Nota. Extraído da ferramenta *Google Trends*. <https://trends.google.com.br/trends/>

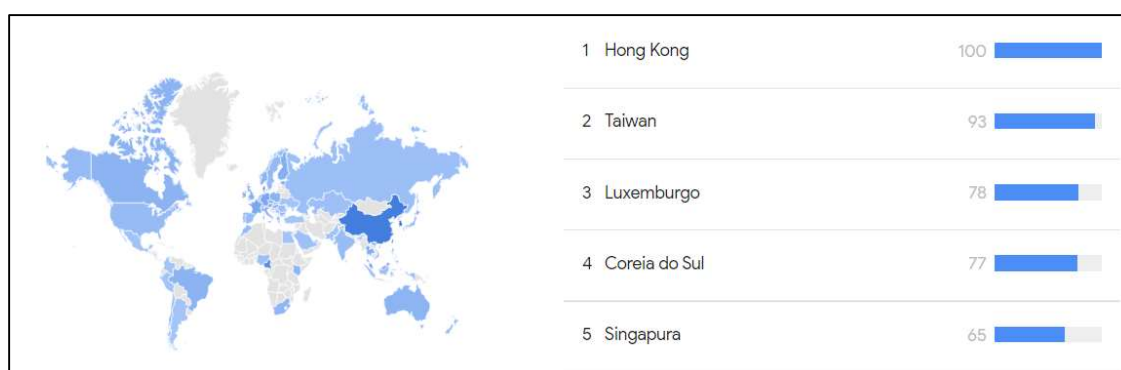
Nota-se o interesse ao longo do tempo pelo termo ESG nos últimos 12 meses. O gráfico apresenta uma linha que varia entre valores próximos a 50 e 100, indicando o

nível de popularidade do termo no período. Um dos principais picos de interesse ocorreu no início de 02/2024, seguido por um aumento significativo próximo ao final do período, em 09/2024. Esses picos podem indicar a ocorrência de eventos, notícias ou discussões relevantes que impulsionaram o aumento nas buscas relacionadas à temática ESG. No restante do período, o gráfico apresenta flutuações menores, mas o interesse permaneceu consistente, oscilando entre 70 e 80 pontos. Isso sugere que, embora o tema ESG tenha seus momentos de maior destaque, ele continua sendo um tópico relevante e discutido ao longo dos últimos 12 meses.

A Figura 6 demonstra o *ranking* das regiões mundiais que lideram as pesquisas pelo termo ESG nos últimos 12 meses.

Figura 6

Ranking das regiões mundiais em pesquisas pelo termo ESG nos últimos 12 meses



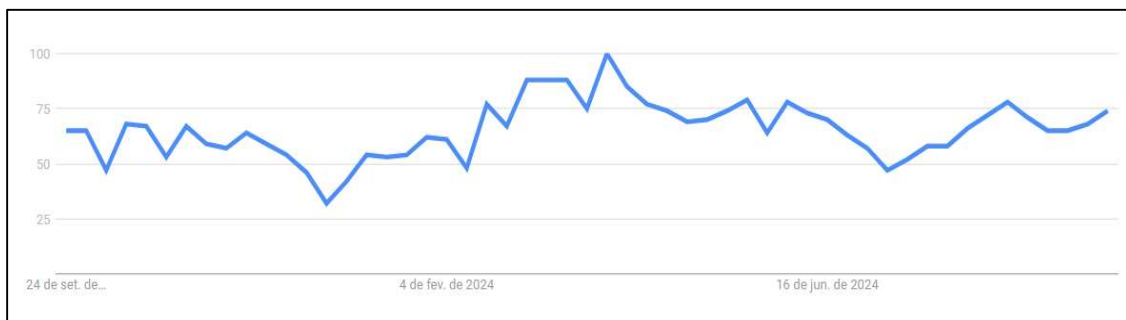
Nota. Extraído da ferramenta *Google Trends*. <https://trends.google.com.br/trends/>

É possível verificar na Figura 6 que no período dos últimos 12 meses o nível de interesse pelo termo ESG oscilou entre 65 e 100 pontos, sugerindo um interesse entre médio a alto pela temática. Tal comportamento também é observado no Brasil, como demonstrado na Figura 7.

Observa-se que no início do gráfico o interesse está em um nível relativamente alto, próximo a 75 pontos, mas logo nas semanas seguintes apresenta uma queda gradual. A partir de 02/2024, há um aumento perceptível, atingindo seu primeiro pico significativo de 100 pontos.

Figura 7

Tendência de pesquisas em ESG nos últimos 12 meses no Brasil



Nota. Extraído da ferramenta *Google Trends*. <https://trends.google.com.br/trends/>

Após esse momento, o interesse começa a flutuar, com quedas notáveis durante o segundo trimestre de 2024, principalmente em 06/2024. Essa queda pode ser explicada por uma diminuição momentânea na discussão pública ou na divulgação de informações relacionadas ao ESG no período. Contudo, a partir de 07/2024, o interesse começa a subir novamente, chegando a um novo pico e encerrando o período de análise com uma tendência de crescimento.

O ESG é formado por três pilares que podem ser usados de maneira independente para avaliar e comparar critérios ou questões específicas de empresas de forma individual, bem como para estabelecer o seu desempenho em comparação com outras companhias. Os três pilares que formam o ESG são: I) E: *Environmental*; II) S: *Social* e, III) G: *Governance*. A integração destes pilares tem se tornado uma prioridade nas organizações, e no âmbito da contabilidade. O termo ESG possui critérios que vão além de métricas financeiras, buscando avaliar o desempenho e o valor das organizações sob uma perspectiva integrada e sustentável (Bradley, 2021; Hill, 2020).

O primeiro pilar, *Environmental* (E), trata-se de uma categoria abrangente sobre uso de recursos, emissão de carbono e inovação na conservação de recursos naturais. Este pilar se concentra em determinar e avaliar a melhor forma com que uma organização deve interagir com o meio ambiente, com o objetivo de reduzir ao máximo a probabilidade de ocorrência de externalidades negativas, como a poluição em seus diversos aspectos, que é fonte primária de alterações climáticas. Neste sentido, a estratégia empresarial voltada para práticas ambientais deve visar a prevenção da ocorrência de tais externalidades, buscando ações preventivas em vez de ações corretivas (Hailemariam & Erdiaw-Kwasie, 2022; Kong et al., 2019; Thomson Reuters Eikon, 2017). Um exemplo seria a implementação de energias renováveis nas atividades operacionais das empresas,

incluindo a instalação de painéis solares ou turbinas eólicas para produzir energia. Com a adoção de energia renovável, as empresas reduzem a emissão de carbono e sua dependência de resíduos fósseis. Tal implementação contribuiria para a sustentabilidade ambiental e na redução de custos a longo prazo.

O segundo pilar, *Social* (S), trata-se de categoria que abrange a força de trabalho, os direitos humanos, a comunidade e a responsabilidade pelo produto. Este pilar considera a relação das empresas com seus funcionários, clientes, fornecedores e a comunidade a qual está inserida, representando num aspecto macrossocial as políticas de responsabilidade social, investimentos comunitários e engajamento com partes interessadas (Hailemariam & Erdiaw-Kwasie, 2022; Thomson Reuters Eikon, 2017). Neste pilar, um exemplo seria a criação e manutenção de programas de inclusão social e diversidade no trabalho. Ou ainda, um programa de apoio às mulheres que retornam ao trabalho pós-gravidez, oferecendo jornada de trabalho diferenciada.

Por sua vez, o terceiro pilar, *Governance* (G), refere-se a uma categoria que abrange a gestão das organizações e os acionistas. Este pilar reflete como as organizações lidam com a liderança, com a remuneração dos executivos, os controles internos e os direitos dos acionistas (Hailemariam & Erdiaw-Kwasie, 2022; Thomson Reuters Eikon, 2017). Em comparação aos dois primeiros pilares, este está mais concentrado na gestão interna das empresas e não em como seu comportamento afeta as partes interessadas de forma generalizada (Gillan et al., 2021). Neste pilar, um exemplo seria a implementação de um código de conduta profissional e a criação de um comitê de ética independente, sendo este, responsável por monitorar as práticas de governança corporativa. Tais ações possibilitam a confiança e transparência das informações.

De modo geral, o termo ESG tem sido utilizado na literatura para descrever e avaliar as práticas e políticas corporativas relacionadas aos critérios ambientais, sociais e de governança. Esses critérios são utilizados para medir a sustentabilidade e o impacto ético das empresas, influenciando decisões de investimento, a gestão de riscos e as estratégias corporativas. Portanto, ações capazes de potencializar o desempenho da organização (Bagh et al., 2024; M. Khan et al., 2016; Tohang et al., 2024).

A literatura revisada sobre o tema, como Chang et al. (2022), Giannopoulos et al. (2022), Mazzioni et al. (2024) e Sassen et al. (2016), ressalta que a adoção de práticas ESG pode aprimorar o desempenho financeiro, reduzir riscos, aumentar a transparência e consolidar a reputação das empresas, além de contribuir para o desenvolvimento sustentável e o bem-estar social de seus colaboradores e da comunidade. De Giuli et al.

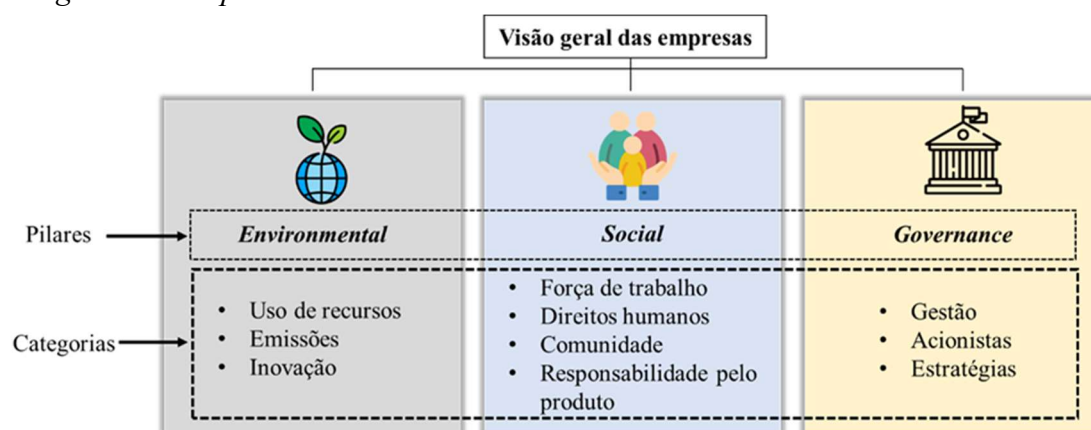
(2024) evidenciaram em sua pesquisa, que a avaliação de riscos ambientais, sociais e de governança permite que as empresas estejam mais preparadas para enfrentar ameaças como mudanças climáticas, interrupções tecnológicas, rupturas nas cadeias de suprimentos e/ou instabilidades políticas; nas decisões de investimento dos investidores; na transparência e responsabilidade nas operações nas empresas, aumentando a confiança dos *stakeholders*.

Já Ioannou e Serafeim (2015) explicam que os investidores e analistas avaliam progressivamente empresas sustentáveis de forma mais otimista ao longo do tempo; o que também proporciona melhoria da reputação da organização, resultando na lealdade dos clientes e melhor relação com a comunidade. Tais aspectos também contribuem para que a organização alcance maior eficiência operacional e economia de custos (Hoepner et al., 2016); bem como obtenha ganhos na conformidade regulamentar, dado que o ESG auxilia as empresas a se manterem em conformidade com regulamentações ambientais e sociais (Pollman, 2019).

Desta forma, pode-se inferir que a adoção de práticas ESG pelas empresas é parte integrante de seu desempenho sustentável e pode contribuir com o aumento do valor das empresas no mercado e com a persistência de seus lucros, como preconizado nesta tese. A Figura 8 demonstra a visão geral das empresas em relação aos pilares ESG.

Figura 8

Visão geral das empresas



Nota. Traduzido de “Company Overview” (2017). <https://abrir.link/XUuxr>

Observa-se que as empresas ao compreenderem e adotarem os princípios fundamentais do ESG, são capazes de diminuir os riscos, aumentar sua capacidade de adaptação no mercado e, também, gerar valor a longo prazo para as partes interessadas

(Khalid et al., 2022; Sassen et al., 2016). Por esta razão, torna-se importante a adoção e o uso de práticas ESG visando manter a sustentabilidade a longo prazo das empresas, melhorar a gestão de riscos, atrair investimentos, promover a transparência e a responsabilidade corporativa, e fortalecer a reputação organizacional.

Nesse sentido, a Teoria Institucional oferece uma perspectiva teórica para compreender como a divulgação das práticas ESG se consolidam nas empresas. A teoria sugere que as práticas organizacionais são moldadas por normas, valores e expectativas institucionais enfatizando que as empresas adotam práticas e estruturas visando alcançar legitimidade e conformidade com o ambiente institucional. Essas práticas são adotadas não apenas para melhorar a eficiência interna ou a rentabilidade, mas para alinhar a organização com as expectativas sociais e culturais predominantes, bem como com as normas e regulamentações governamentais no mercado. Dentro desse contexto, as práticas ESG nas empresas podem ser analisadas à luz das três concepções de institucionalização abordadas por Scott (2014), que mostra como essas práticas se tornam progressivamente enraizadas nas organizações.

A Institucionalização Baseada em Retorno Crescentes ocorre quando uma prática é adotada porque seus benefícios aumentam conforme mais atores a adotam. Isto pode ser observado, a título de exemplo, na adoção de tecnologias limpas no contexto do ESG. À medida as empresas adotam tecnologias sustentáveis como fontes de energia renovável (solar, eólica, hidráulica entre outras), seu processo produtivo tende a se tornar mais eficiente e com menores custos de produção aumentando sua margem de lucratividade, além de possibilitar o ganho de reputação por ser uma empresa que utiliza energia limpa em seus produtos e serviços. Isso incentiva mais empresas a seguirem a mesma prática, criando um ciclo de ganhos crescentes e solidificação desta prática sustentável. Ou ainda, na utilização modelo de economia circular (reutilização, reciclagem e redução de resíduos) onde este método se torna mais viável economicamente à medida que mais empresas de setores distintos começam a adotá-lo. Isso ocorre porque a cadeia de fornecimento se integra e se torna gradativamente mais eficiente, gerando maiores ganhos econômicos e ambientais para todas as partes envolvidas.

A Institucionalização Baseada em Compromissos Crescentes refere-se ao compromisso social ou normativo progressivo de determinada prática, mesmo que não reflita em retornos econômicos imediatos. Neste sentido, empresas que adotam políticas de diversidade e inclusão como parte de suas práticas ESG podem enfrentar desafios e não obter resultados financeiros diretos no início da adoção. Porém, o compromisso

crecente com essas práticas por meio de políticas estruturadas e treinamentos de seus colaboradores, torna a inclusão como uma norma interna que molda a cultura da organização e, ainda, atende à pressão externa por parte dos *stakeholders* e/ou regulamentações. Outro exemplo pode ser relacionado aos relatórios de sustentabilidade por empresas que os elabora apenas em resposta às pressões sociais e regulamentares, sem que os benefícios econômicos sejam imediatamente percebidos. Com o passar do tempo, o compromisso com a transparência das informações e o cumprimento das expectativas das partes interessadas torna-se um compromisso contínuo.

Por fim, a Institucionalização Baseada em Crescente Objetificação refere-se ao ponto em que uma prática se torna enraizada nas operações e na cultura organizacional tornando-se natural e incontestável, e passa a ser vista como parte intrínseca do funcionamento da organização. Isso é evidente nas práticas ESG onde a incorporação massiva de práticas de redução de emissões de carbono, com o tempo, deixa de ser uma decisão estratégica discutida, tornando-se parte da identidade organizacional. Essas práticas objetificadas tornam-se indicadores visíveis de um alinhamento com as expectativas culturais e institucionais. Ou ainda, quando empresas adotam boas práticas de governança corporativa com a criação de políticas anticorrupção ou conselhos independentes a fim de atender a regulamentações ou investidores. Todavia, com o tempo, essas práticas se tornam parte integrante da identidade organizacional. A governança ética assume o papel de norma essencial como uma prática incontestável do funcionamento da organização e não apenas como obrigação legal ou estratégica.

Dessa forma, a adoção de práticas ESG pode ser vista como uma resposta a pressões institucionais, auxiliando as empresas a institucionalizarem suas práticas, mantendo-se em conformidade com regulamentações e adaptando-se às expectativas sociais, contribuindo para sua sustentabilidade a longo prazo. Assim, torna-se oportuna a análise proposta nesta tese, pautada nas hipóteses de pesquisa elaboradas para a realização deste estudo, apresentadas a seguir.

2.3 HIPÓTESES DE PESQUISA

A seguir são contextualizados o ESG e o Valor de Mercado, o ESG e a Persistência dos Lucros e, o ESG e a Taxa de Crescimento Sustentável, que darão suporte às hipóteses dessa tese.

Destaca-se que, nas hipóteses H_{1a} , H_{1b} , H_{2a} e H_{2b} , duas perspectivas de análise das empresas, a respeito do ganho de relevância da informação contábil, são consideradas: a) uma perspectiva externa, que retrata a percepção dos investidores em relação às empresas, verificada pelo Valor de Mercado; visto que este é o critério mais utilizado por investidores para a tomada de decisão (Huang et al., 2009; Kothari, 2001; Penman & Zhang, 2002); e, b) uma perspectiva interna, que retrata o resultado operacional das atividades organizacionais, verificada por meio da Persistência dos Lucros enquanto atributo da qualidade dos lucros; dado que a persistência dos lucros é a capacidade de prever o lucro futuro e sua utilização é parte integrante em análises decisórias dos gestores (Adeneye et al., 2023; Ngoc et al., 2020; Schipper & Vincent, 2003).

A hipótese H_3 foi elaborada para uma análise complementar envolvendo a Taxa de Crescimento Sustentável e foi analisada também numa perspectiva externa e interna das empresas. Essa análise propõe uma visão mais estratégica que conecta a divulgação de práticas ESG ao crescimento de longo prazo, bem como à capacidade financeira das empresas de se expandirem de forma sustentável.

2.3.1 ESG e Valor de Mercado

Questões relacionadas ao ESG têm ganhado destaque entre os diversos *stakeholders*. De acordo com Jiao (2010), diferentes *stakeholders* podem apresentar diferentes necessidades e demandas para a gestão das empresas, visto que tanto ações voltadas ao bem-estar dos funcionários quanto a melhoria de questões ambientais são de interesse destes *stakeholders*, e tais questões ambientais também são capazes de aumentar o valor de mercado da empresa. O que se observa é que as empresas estão reconhecendo a relevância da integração entre essas temáticas em suas estratégias de negócios, comunicando de maneira transparente seus esforços nesses aspectos, visto que tais divulgações diminuem o risco financeiro do negócio (Sassen et al., 2016). Para Mazzioni et al. (2024), é frequente o debate sobre o valor gerado pela empresa ao investir em aspectos socioambientais de forma voluntária. Ainda para os autores, a literatura acadêmica tem demonstrado que empresas que adotam práticas sustentáveis e responsáveis tendem a apresentar um desempenho financeiro superior a longo prazo.

Diversos estudos, como Chang et al. (2022), Eccles et al. (2014), Qiu et al. (2016), Kulal et al. (2023) e Mazzioni et al. (2024), analisaram a relação entre a divulgação ESG e o valor de mercado, que se trata de um indicador financeiro que expressa o valor total

de uma organização no mercado de capitais. Todavia, os estudos analisaram a relação de maneira isolada em um determinado período da amostra sem considerar a relação entre as variáveis ao longo do tempo. Tais estudos abordaram somente a perspectiva externa de análise proposta por esta tese, que é a percepção dos investidores quanto ao valor de mercado em determinado espaço de tempo. Entretanto, é importante identificar se a relação positiva entre as práticas ESG e o valor de mercado ocorrem de maneira isolada no tempo analisado ou se ocorre de maneira gradual, ano a ano, evidenciando que as práticas ESG possuem, não somente relação positiva com o valor de mercado, mas que também podem ser capazes de gerar um acúmulo de relevância da informação no tempo.

A avaliação de mercado é uma representação da visão dos investidores em relação à empresa e aos seus bens, levando em consideração aspectos como o desempenho financeiro, as projeções de crescimento, a posição no mercado, a governança empresarial, a imagem da marca, dentre outros. Assim, tal avaliação pode variar ao longo do tempo, conforme as transformações no cenário empresarial, eventos econômicos, notícias sobre a empresa e flutuações no mercado acionário (Francis et al., 2005; Persakis & Iatridis, 2015).

Eccles et al. (2014) avaliaram os aspectos ESG pelo *score* total e separadamente (E, S e G) de empresas localizadas na China, Malásia, Dinamarca e África do Sul, e evidenciaram que o *score* total ESG e os pilares E, S e G apresentaram efeito positivo e significativo com o valor de mercado. No estudo dos autores, a análise separada dos componentes E, S e G permite uma visão detalhada dos impactos específicos, entretanto, as possíveis diferenças culturais e econômicas entre os países analisados podem afetar a comparabilidade dos resultados.

Qiu et al. (2016) pesquisaram as maiores empresas do Reino Unido e evidenciaram que entidades que divulgam informações sociais apresentam maior valor de mercado, em contrapartida, as divulgações ambientais não apresentaram relação com o valor de mercado. Todavia, o foco em um único país pode limitar a generalização dos resultados para outros contextos. A divergência nos resultados nas pesquisas de Eccles et al. (2014) e Qiu et al. (2016) pode ser devida a diferenças no contexto cultural e econômico dos países analisados, assim como nas definições e mensurações de ESG utilizadas.

Li et al. (2018) analisaram empresas listadas na *London Stock Exchange* (Índice FTSE 350) de 2004 a 2013 e encontraram uma associação positiva entre a divulgação ESG e o valor da empresa, de modo a sugerir que a melhoria da transparência e o aumento

da confiança dos *stakeholders* exercem influência no aumento do valor da empresa a longo prazo. O estudo concentrou-se apenas no mercado do Reino Unido e os resultados podem não ser generalizáveis. Além disso, o período de estudo (2004-2013) pode não capturar completamente as tendências mais recentes em ESG.

A pesquisa de Setyahuni e Handayani (2020) analisou 34 empresas da Indonésia, dos setores de mineração, agricultura e manufatura, no período de 2012 a 2018, visando analisar a relevância do valor da divulgação ESG. Os resultados mostraram que a divulgação de práticas ESG (*score* total) e os fatores E e S tem impacto significativo nos preços e retornos das ações, gerando relevância de valor. Entretanto, observou-se nesse estudo que o fator G não apresentou relação significativa com os preços e retornos das ações, não significando, porém, que as práticas relacionadas a melhor governança corporativa não possam estar associadas a outros aspectos não financeiros. Ainda segundo os autores, quanto maior a qualidade da divulgação de práticas ESG maiores são os incentivos financeiros que as empresas podem obter, dado que a percepção por parte dos investidores acerca do valor agregado da divulgação das práticas ESG no financeiro do negócio é um incentivo ao aporte de capital. A análise de empresas em setores específicos da Indonésia destaca a importância do ESG em mercados emergentes onde práticas de governança podem não ter se desenvolvido plenamente. Porém, a pequena amostra pode ser insuficiente para generalizar os resultados, e a exclusão do fator G como um impacto significativo pode ser um reflexo das características específicas das empresas locais, limitando a aplicabilidade dos resultados em outros contextos.

Conca et al. (2021) verificaram a eficácia de divulgações ESG em relação à rentabilidade e valor de empresas agroalimentares europeias. Os autores evidenciaram que tais informações têm impacto na rentabilidade empresarial, com destaque para a relação positiva entre a rentabilidade e a divulgação de práticas ambientais e sociais, e um efeito negativo relacionado à governança. Chang et al. (2022) exploraram literaturas sobre finanças sustentáveis para destacar as implicações da divulgação de práticas ESG e Valor de Mercado. As pesquisas empíricas analisadas pelos autores sustentam que tais divulgações aumentam o valor da empresa, de modo a motivar os funcionários, promovendo o crescimento de longo prazo, reduzindo riscos financeiros e aumentando os dividendos.

Da mesma forma, Zhou et al. (2022), ao analisarem 1.002 organizações chinesas no período de 2014 a 2019, verificaram que a melhoria do desempenho ESG das empresas cotadas conduz ao aumento do valor de mercado da mesmas. Os autores destacam ainda

que, os investidores, com a melhoria do sistema de divulgação de informações do mercado de capitais da China, podem incorporar as informações ESG divulgadas pelas empresas e a classificação ESG em suas estratégias de investimento. Assim, tais investidores podem usufruir da capacidade e das vantagens da classificação ESG para selecionar empresas de alta qualidade e as carteiras de ativos para resistir aos riscos e estabilizar os retornos. Há uma consistência geral nos resultados de que as práticas ESG têm impacto positivo na rentabilidade e no valor de mercado das empresas. Apesar disso, o efeito negativo da governança em Conca et al. (2021) contrasta com as conclusões mais positivas sobre governança nos outros estudos, sugerindo que o impacto das práticas de governança pode variar a depender do setor e contexto geográfico.

No Brasil, Hopata et al. (2020) investigaram a influência que a participação no ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) e no ICO₂ (Índice de Carbono Eficiente) exerceu sobre o valor de mercados de instituições financeiras no período entre 2010 e 2015. Os autores mostraram resultados em que empresas participantes no índice apresentaram aumento no retorno das ações. Em contrapartida, as instituições participantes do índice ICO₂ não apresentaram aumento significativo no retorno das ações. Macedo et al. (2022) estudaram o impacto da divulgação de práticas ESG no valor e no custo de capital de 163 empresas não financeiras entre 2010 e 2020. Confirmou-se uma relação positiva indicando que a divulgação de práticas ESG (*score* total) agrega valor às empresas. Mazzioni et al. (2023) analisaram a relação de práticas ESG e o compromisso com os ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável), com a reputação corporativa e o valor de mercado de empresas não financeiras entre 2016 e 2021. Os achados dos autores indicam que entidades com maior *score* ESG apresentam melhores desempenhos em *market-to-book*⁵. Esses estudos apontam para uma tendência positiva de adesão às práticas ESG no mercado brasileiro, particularmente no contexto de sustentabilidade corporativa. Contudo, a inconsistência nos resultados em relação ao índice ICO₂ e a falta de segmentação dos fatores ESG em alguns estudos sugerem a necessidade de mais pesquisas que explorem esses aspectos.

A divulgação ESG refere-se à prática de comunicar informações/atividades sobre o desempenho de uma empresa em relação a medidas de cunho ambiental, social e de

⁵ O índice *market-to-book* é uma métrica que mede as oportunidades de crescimento das empresas, sendo mensurado pelo valor de mercado da empresa dividido pelo patrimônio líquido (Kim et al., 2012).

governança. Tais informações vão além dos aspectos financeiros tradicionais e proporcionam uma visão mais abrangente do desempenho corporativo e, ao divulgar seus esforços e resultados relacionados à sustentabilidade, responsabilidade social e governança, as empresas fortalecem sua credibilidade perante os *stakeholders* (Chang et al., 2022). A divulgação de práticas ESG, quando feita de maneira consistente e confiável, proporciona uma visão mais completa da empresa, permitindo uma avaliação mais precisa de seu desempenho e riscos, indo além dos números financeiros tradicionais (Barker & Eccles, 2018).

As informações mais divulgadas nos relatórios ESG são sobre a mudança e os riscos climáticos, emissões de carbono, biodiversidade de recursos, metas de desenvolvimento sustentável, diversidade e inclusão social, saúde bem-estar e segurança dos colaboradores, além de estrutura de governança e gestão de negócios. Desta forma, a divulgação de práticas ESG complementa as demonstrações contábeis, fornecendo informações adicionais que são significativas para a tomada de decisão.

Tal divulgação é capaz elevar a confiança dos *stakeholders* e do mercado em geral resultando em uma maior relevância das informações contábeis, dado o aumento do valor ou da utilidade que as informações contábeis oferecem aos seus usuários para a tomada de decisões econômicas. Portanto, ao relacionar a divulgação de práticas ESG à informação contábil, percebe-se que a integração dessas duas dimensões propende a um ganho de relevância das informações contábeis. Nota-se então, que as informações contábeis relevantes tendem a melhorar a capacidade dos investidores de fazer previsões sobre fluxos de caixa futuros que, conseqüentemente, reflete no valor de mercado das empresas.

A título de exemplo, a integração de indicadores de sustentabilidade (como a pegada de carbono⁶) nos relatórios financeiros pode permitir uma melhor compreensão da *performance* organizacional e dos efeitos das atividades de uma organização, melhorando a relevância dos relatórios para os investidores que estão interessados em práticas sustentáveis. Em relatórios que integram informações financeiras tradicionais com informações de governança corporativa (por exemplo, a composição e qualidade do conselho de administração), a melhoria nos níveis de divulgação podem ajudar os

⁶ A pegada de carbono refere-se à medição da quantidade de emissões de gases de efeito estufa que são diretamente ou indiretamente originadas das atividades humanas (Campos, 2011; Pandey et al., 2011)

investidores a avaliarem melhor os riscos de governança, aumentando a relevância das informações contábeis.

O estudo de Collins et al. (1997) pesquisou, em empresas americanas, as mudanças sistemáticas no grau de relevância das informações contábeis com o Valor de Mercado ao longo do tempo (1953 a 1993) e, demonstrou que as informações contábeis apresentaram relevância no período analisado. Kothari (2001) explorou a relevância da informação contábil a partir da adoção das normas IFRS (*International Financial Reporting Standards*) com a relação entre o mercado de capitais e as informações das demonstrações financeiras. Qu e Zhang (2015) investigaram empresas chinesas, no período de 1991 a 2010, analisando a relevância dos ganhos e do valor contábil (precificação da entidade) e concluíram que a combinação entre relevância do valor dos ganhos e do valor contábil aumentou significativamente ao longo dos vinte anos analisados.

Neste contexto, baseando-se nas relações propostas nos estudos citados, com objetivo de elucidar o problema de pesquisa proposto, apresenta-se a primeira hipótese desta tese: **H_{1a}: A divulgação de práticas ESG gera ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva do Valor de Mercado.**

Segundo Adams et al. (2010), diversos estudos sugerem que a governança possui uma relação positiva com o valor de mercado das entidades. Para Ioannou e Serafeim (2017), a obrigatoriedade dos relatórios ajuda a promover uma cultura de maior responsabilidade corporativa, onde as empresas se tornaram mais conscientes do impacto de suas operações e passam a adotar medidas para mitigar efeitos negativos. Logo, os autores inferem que a divulgação de práticas ESG e o valor das empresas estão associados com as melhorias na governança corporativa.

Aydogmus et al. (2022) analisaram o impacto do desempenho do *score* ESG na lucratividade e no valor de mercado em 1.720 empresas do banco de dados da *Bloomberg*. Os autores relataram que a pontuação combinada ESG (*score* total) apresentou relação positiva e significativa com o valor de mercado. Os *scores* S e G, separadamente, se mostraram positivos e significativos com o valor de mercado das empresas analisadas. Em contrapartida, o *score* E não mostrou relação positiva. Os autores inferem que o fato de a pontuação ambiental não ser positiva com o valor de mercado se deve a demora em que este setor leva para apresentar resultados satisfatórios, em comparação às ações de cunho social e de governança das empresas. Os resultados também indicam que a valorização das práticas ambientais pode se tornar muito mais forte no futuro, à medida

que as pressões regulatórias e as expectativas dos *stakeholders* mudam. Este estudo encontra relevância na medida em que gera informação aos agentes do mercado que possibilita a compreensão de como diferentes práticas ESG podem influenciar o valor de mercado das empresas.

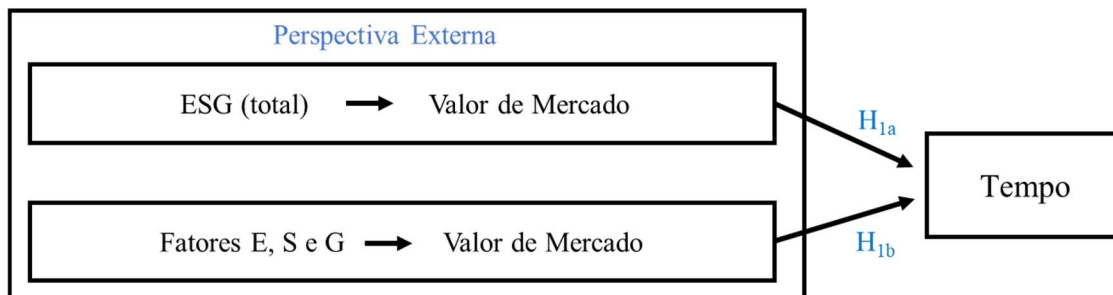
Miralles-Quirós et al. (2018) exploraram a relação entre ESG e a valorização de empresas brasileiras no anos de 2010 a 2015. Segundo os pesquisadores, a divulgação de práticas ESG aumenta o preço das ações. Contudo, individualmente, o mercado não valoriza os três fatores da mesma forma. O estudo mostrou que o mercado valoriza substancialmente de forma positiva e significativa as práticas ambientais em empresas industriais não ambientalmente sensíveis e, as práticas sociais e de governança em empresas industriais ambientalmente sensíveis. Em outra pesquisa, Miralles-Quirós et al. (2019), examinaram o desempenho ESG de bancos comerciais listados em 20 bolsas de valores diferentes e o preço das ações. Os autores evidenciam que os investidores valorizam os três fatores ESG de maneiras distintas, onde os fatores ambiental e de governança apresentaram relação positiva e significativa, e o fator social apresentou relação negativa. Apesar de os dois estudos citados, Miralles-Quirós et al. (2018) e Miralles-Quirós et al. (2019), apresentarem limitações em termos de abrangência temporal e setorial, ambos oferecem uma visão detalhada sobre a valorização das práticas ESG.

Conforme apresentado nos objetivos específicos, nesta pesquisa também serão analisadas as relações dos fatores E, S e G isoladamente, para que se possa melhor compreender seus efeitos e interações com os elementos de análise investigados nesta tese. Desta forma, para tal avaliação, como derivação da primeira hipótese de pesquisa, apresenta-se a seguinte hipótese: **H_{1b}: Os fatores E, S e G, isoladamente, geram ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva do Valor de Mercado.**

Diante do exposto, o ganho de relevância da informação contábil analisado nas hipóteses H_{1a} e H_{1b}, terá como métrica de análise o Valor de Mercado, demonstrando uma perspectiva externa das empresas analisadas, como evidenciado na Figura 9.

Figura 9

Desenho das hipóteses H_{1a} e H_{1b}



Argumenta-se que, as empresas ao adotarem práticas em conformidade com as expectativas normativas e pressões institucionais do ambiente em que operam reforçam sua legitimidade social e alcançam um desempenho financeiro sustentável a longo prazo. Sob a ótica da Teoria Institucional, a adoção de práticas ESG reflete não apenas a adequação às demandas regulatórias e culturais, mas também a conformidade com padrões legitimados socialmente o que, por sua vez, pode ser recompensado pelo mercado com uma valorização crescente. Portanto, além de fortalecer a legitimidade institucional, a divulgação de práticas ESG se mostra uma estratégia eficaz para aumentar o Valor de Mercado das empresas.

2.3.2 ESG e Persistência dos Lucros

A qualidade dos lucros trata-se de uma métrica que avalia a capacidade dos lucros divulgados de refletirem a realidade econômica da empresa indicando tendências sustentáveis que permitem prever os lucros futuros de maneira confiável (P. M. Dechow & Schrand, 2004). Para Wilson (2016), o lucro é considerado de qualidade quando há uma relação consistente entre o lucro e os fluxos de caixa operacionais, mantendo essa relação ao longo do tempo. Lopes e Martins (2017) afirmam que a qualidade da informação financeira depende da utilidade e relevância do seu conteúdo para o usuário.

A qualidade dos lucros está ligada ao caráter informativo dos lucros empresariais. Concerne a um conceito fundamental na análise financeira que se refere à confiabilidade e sustentabilidade dos lucros gerados por uma empresa ao longo do tempo. A avaliação da qualidade dos lucros é essencial para os investidores, credores e outras partes interessadas, pois fornece *insights* sobre a saúde financeira e a viabilidade de longo prazo de uma empresa (Adeneye et al., 2023; Frankel & Litov, 2009; Givoly et al., 2010). Nesta

temática, a persistência dos lucros (métrica a ser utilizada nesta tese) trata-se de um dos atributos da qualidade dos lucros (P. Dechow et al., 2010).

Segundo Givoly et al. (2010), o conteúdo das informações referentes ao lucro pode ser entendido como uma série de dados que comprovam e confirmam os indicadores contábeis de uma empresa durante um período específico. Em vez de divulgar o valor financeiro, os relatórios devem mostrar informações básicas sobre os indicadores e como as receitas foram geradas durante o ano fiscal. Para Truong (2012), as demonstrações financeiras devem incluir informações que verifiquem e confirmem os indicadores financeiros divulgados pela empresa, o que deverá permitir aos investidores tomarem decisões com maior racionalidade.

Observa-se, então, que o conteúdo da informação de resultados é um conjunto de informações cuja finalidade é justificar e confirmar os indicadores financeiros da empresa. Pode-se compreender que o impacto desse conteúdo informacional, sobre o destinatário da informação, depende da importância do alinhamento da informação e o desempenho da organização. As normas de relato financeiro descrevem várias características que, quando incluídas nas demonstrações financeiras, são capazes de afetar sua relevância para a tomada de decisões pelos *stakeholders*. É possível entender que o conteúdo da informação de resultados pode ser afetado por ganhos ou perdas de qualidade, a depender da forma como a informação financeira é gerada e da sua relevância para o desempenho que se pretende justificar (Basu, 2021; Binh et al., 2020).

Numa perspectiva da qualidade da informação contábil, o lucro é considerado contínuo e persistente apenas se refletir o desempenho atual da empresa e servir de base para a previsão dos lucros nos próximos períodos. A verificação da persistência dos lucros objetiva determinar o quão bem-sucedido foi o conjunto de estratégias adotadas pela empresa em determinado ano e como sua aplicação, ou ajustes em períodos subsequentes, tem capacidade de explicar os lucros esperados nos anos seguintes. Caso a empresa adote uma estratégia financeira mais ousada, conforme os aspectos econômicos do período e as oportunidades disponíveis e, neste cenário a empresa apresente resultados satisfatórios, as demonstrações financeiras têm como objetivo apresentar um conjunto de informações para sustentar de forma fidedigna os lucros divulgados publicamente, bem como demonstrar as práticas operacionais e de gestão que afetarão os resultados posteriores, evitando distorções que possam comprometer a qualidade das informações (P. M. Dechow & Schrand, 2004).

Assim, uma compreensão aprofundada da persistência dos lucros ajuda a identificar empresas sólidas e confiáveis para investimentos e a evitar armadilhas associadas a lucros de baixa qualidade que podem ser insustentáveis ou manipulados. Observa-se, portanto, que a persistência dos lucros se trata de um indicador crítico da saúde financeira de uma empresa a longo prazo. Empresas que conseguem gerar lucros consistentes ao longo do tempo demonstram não apenas eficiência operacional, mas também resiliência frente a desafios econômicos e instabilidades do mercado (Frankel & Litov, 2009; Wilson, 2016).

A verificação da persistência dos lucros, como qualidade da informação contábil, visa avaliar o sucesso das estratégias implementadas em determinado período e como ajustes ou correções para períodos futuros influenciarão os lucros da empresa (P. M. Dechow & Schrand, 2004). Alguns estudos anteriores, como Ma e Yoo (2022), Longshend e Hui (2022), Tohang et al. (2024) e Park e Kim (2020), apontam a relação positiva entre a divulgação de práticas ESG e a Persistência dos Lucros durante o período analisado, onde a divulgação de práticas ESG desempenharam um papel relevante na performance das empresas

Ma e Yoo (2022) analisaram empiricamente atividades de gestão sustentável, persistência dos lucros e reações do mercado de capitais usando a avaliação ESG de empresas coreanas. Os autores evidenciaram que a persistência dos lucros e dos componentes dos lucros obtiveram melhora em empresas com atividades de gestão sustentável. Os autores salientaram ainda que os investidores no mercado de capital avaliam de forma racional a persistência e os componentes dos lucros baseando-se em atividades de gestão sustentável. Desse modo, os resultados demonstram que as atividades de gerenciamento sustentável das entidades aumentam o desempenho financeiro ou o valor da empresa, e são capazes de reduzir incertezas e riscos que impactam diretamente na obtenção de lucros previsíveis e de menor variabilidade.

Longshend e Hui (2022) estudaram a relação entre o desempenho ESG e a sustentabilidade dos lucros de empresas chinesas de 2013 a 2021. Os autores concluíram que quanto melhor o desempenho ESG, mais forte é a previsibilidade dos lucros, onde o desempenho satisfatório relacionado a divulgação de práticas ESG tem potencial para manter a sustentabilidade dos resultados, aliviar as restrições de financiamento, reduzir os riscos empresariais e promover a inovação verde. Na pesquisa dos autores, o efeito do desempenho ESG na persistência dos lucros é mais significativo em empresas de setores não poluentes, empresas estatais e empresas orientadas pelo mercado. A pesquisa focou

em três grupos específicos de empresas: setores não poluentes, estatais e empresas orientadas pelo mercado, o que é uma abordagem significativa para segmentar o impacto das práticas ESG de acordo com as características organizacionais. Entretanto, o contexto chinês, com uma forte influência governamental sobre as empresas estatais, pode afetar a aplicabilidade dos resultados para outros mercados. Ainda assim, os achados da pesquisa são relevantes pois destacam como o desempenho ESG pode funcionar como uma ferramenta de gestão de riscos e inovação em um contexto de empresas estatais, que geralmente têm maior acesso a financiamento e menor pressão de mercado.

Trabalhando com dados de empresas australianas, Jia e Li (2022) constataram que o desempenho de sustentabilidade das empresas analisadas foi positivamente relacionado à persistência dos lucros e apresentaram um efeito positivo na associação entre lucros e fluxos de caixa futuros, o que reflete uma percepção de que as empresas com boas práticas sustentáveis tendem a ter lucros mais consistentes e previsíveis ao longo do tempo. Os autores destacaram ainda que o desempenho de sustentabilidade das empresas demonstra dados sobre suas perspectivas financeiras futuras e a qualidade dos lucros. Os resultados dos autores reforçam a ideia de que a divulgação de práticas ESG pode servir como uma métrica de longo prazo para análise dos investidores.

Neste contexto, baseando-se nas relações propostas nos estudos citados, com objetivo de elucidar o problema de pesquisa proposto, apresenta-se a segunda hipótese desta tese: **H_{2a}: A divulgação de práticas ESG gera ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva da Persistência dos Lucros.**

A pesquisa de Tohang et al. (2024) investigou a relação entre o desempenho ESG e a qualidade dos lucros de 316 empresas asiáticas no período de 2018 a 2021. Os autores evidenciaram que há uma relação negativa entre o desempenho ESG e a qualidade dos lucros, sendo este um achado contrário a outros estudos desafiando a suposição comum de que a divulgação de práticas ESG melhora a performance das empresas. Seria interessante analisar se a relação negativa apresentada é mais forte em algum fator específico do ESG, enfatizando a implementação de regulamentações e a estrutura de governança asiática.

Park e Kim (2020) analisaram a relação entre as atividades de responsabilidade social corporativa e a persistência dos lucros em 219 empresas financeiras coreanas entre 2015 e 2019. Como resultado do estudo, entre a pontuação do *score* ESG e por fatores, o *score* G apresentou-se positivo na relação, sendo este o componente mais influente na qualidade dos lucros no que diz respeito a sustentabilidade dos lucros para o período

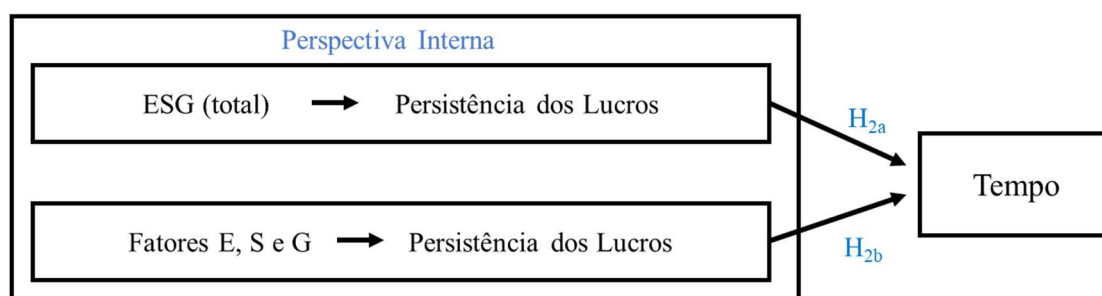
analisado. Isto significa que quanto maior a solidez e confiabilidade da estrutura de governança de uma empresa, maior será a sustentabilidade dos lucros. A inclusão de uma análise por fatores E, S e G possibilita uma compreensão mais detalhada de quais aspectos da sustentabilidade influenciam mais a qualidade dos lucros. Dessa forma, o estudo destacou o papel da governança, especialmente no setor financeiro, onde a credibilidade é um fator essencial para a sustentabilidade financeira a longo prazo.

Estas evidências denotam a importância da análise proposta diante das poucas e conflitantes evidências encontradas sobre o tema, o que reforça a necessidade de realização de novos estudos, como proposto nesta tese. Conforme apresentado nos objetivos específicos, e como proposto no teste da primeira hipótese elaborada para o estudo, nesta pesquisa também serão analisadas as relações dos fatores E, S e G isoladamente, com a persistência dos lucros. Desta forma, como derivação da segunda hipótese desta tese, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa: **H_{2b}: Os fatores E, S e G, isoladamente, geram ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva da Persistência dos Lucros**

Diante do exposto, o ganho de relevância na informação contábil analisado nas hipóteses H_{2a} e H_{2b}, terá como métrica de análise a persistência dos lucros, demonstrando uma perspectiva interna das empresas analisadas, como evidenciado na Figura 10.

Figura 10

Desenho das hipóteses H_{2a} e H_{2b}



A persistência dos lucros é fundamental para a sustentabilidade financeira a longo prazo e é amplamente influenciada por práticas que promovem eficiência operacional, engajamento dos funcionários, fidelidade dos clientes, e governança ética e transparente (Eccles et al., 2014; Friede et al., 2015; Ioannou & Serafeim, 2017). Deste modo, argumenta-se que a divulgação de práticas ESG, além de ser uma questão de responsabilidade corporativa, torna-se também uma estratégia eficaz para garantir a

continuidade e a estabilidade dos lucros das empresas. Tal adoção pode ser impulsionada por pressões normativas, regulatórias e culturais que estimulam as organizações a alinharem suas práticas com as expectativas sociais e ambientais do mercado.

Portanto, as práticas ESG institucionalizam-se à medida que as empresas buscam legitimidade no mercado e conformidade com as regulamentações e normas, e isto contribui para a sustentabilidade do negócio a longo prazo. Assim, a Teoria Institucional proporciona compreensão acerca de como as práticas ESG se tornam parte integrante das estratégias corporativas, visando manter a estabilidade financeira e a persistência dos lucros.

2.3.3 ESG e Taxa de Crescimento Sustentável

A gestão e o crescimento das empresas são desafios distintos dentro do planejamento financeiro e estratégico, visto que o objetivo, para a maioria dos executivos, é o crescimento maximizado das organizações (Higgins, 2012). Segundo Crozatti (1998), a gestão de empresas pode ser considerada como um conjunto de princípios e normas que orientam os gestores nas decisões, de forma a conduzir o desempenho da organização de maneira eficaz. O termo crescimento sugere a um aumento quantitativo de tamanho. Porém, o crescimento organizacional também é composto por aspectos qualitativos. Desta forma, as empresas têm seu crescimento a partir de recursos, estruturas e processos de desenvolvimento internos abrangendo aspectos quantitativos e qualitativos (Seifert & Vizeu, 2015).

Higgins (2012) discorre que a maximização do crescimento das empresas, para os gestores, vislumbra o crescimento a partir da participação no mercado e do aumento dos lucros. Porém, tal crescimento acelerado impõe pressões sobre a gestão quanto ao controle dos recursos, pois a falta deste podem levar à falência. Por outro lado, o crescimento lento das organizações demanda atenção, devido a possível inquietação dos acionistas, investidores e membros do conselho. Em ambos os aspectos, a gestão financeira do crescimento organizacional é ponto merecedor de análise detalhada dentro das empresas.

Neste sentido, Higgins (2012) propõe uma análise das dimensões financeiras do crescimento das empresas a partir da definição da Taxa de Crescimento Sustentável (*Sustainable Growth (SG)*). Para o autor, o conceito de crescimento sustentável é ponto central para as empresas. Segundo Higgins (2012), o aumento nas vendas exige mais

ativos e estes precisam ser financiados. Lucros retidos e novos financiamentos ou empréstimos geram um caixa em quantidades limitadas e a menos que a empresa esteja predisposta a negociar suas ações no mercado ou apropriar-se de empréstimos, há um limite de crescimento organizacional que pode ser alcançado sem sobrecarregar seus recursos. Desta forma, na dimensão financeira, a taxa de crescimento sustentável proposta por Higgins (2012), trata do limite no qual as vendas nas empresas podem aumentar de maneira a não esgotar seus recursos financeiros.

Assim, a Taxa de Crescimento Sustentável está voltada ao desempenho financeiro e à estrutura de capital da empresa. No entanto, a análise dessa taxa pode ser expandida por meio de duas perspectivas das empresas: interna e externa. Nesta tese, a Taxa de Crescimento Sustentável proposta por Higgins (2012) foi analisada na perspectiva interna das empresas, pois foca em aspectos que são inerentes à empresa, avaliando sua capacidade de reinvestir lucros e melhorar sua eficiência operacional para sustentar o crescimento da organização.

Nessa perspectiva, empresas com margens de lucros maiores são capazes de reinvestir uma parcela significativa dos seus lucros, o que acelera o crescimento ao longo do tempo. Além disso, a estrutura de capital desempenha um importante papel uma vez que o equilíbrio entre capital próprio e dívida pode afetar diretamente a capacidade da empresa de sustentar seu crescimento sem comprometer sua saúde financeira. De acordo com Lin (2024), uma taxa de crescimento elevada indica maior capacidade de sobrevivência e melhor sustentabilidade das empresas. Segundo Chai et al. (2023), a Taxa de Crescimento Sustentável quantifica a capacidade de uma empresa manter seu desenvolvimento sustentável no futuro. Portanto, a análise da taxa sob a perspectiva interna das empresas envolve uma avaliação de como os elementos como margem de lucro, estrutura de capital e recursos internos, por exemplo, são geridos para maximizar o desempenho a longo prazo.

A Taxa de Crescimento Sustentável numa perspectiva externa, analisada à luz da proposta de Lin (2024), abrange fatores que refletem a eficiência com que a empresa gera retornos a partir dos recursos que atrai do mercado. Nessa perspectiva, os fatores capturam a interação da organização com aspectos externos, especialmente no que se refere a política de dividendos e à geração de valor para os acionistas. Fatores externos relevantes, nessa análise, incluem a relação entre a empresa e seus acionistas, o comportamento do mercado em relação à distribuição de dividendos e a pressão dos investidores por retornos a curto prazo, por exemplo. Assim, ao decidir distribuir uma

parte significativa de seus lucros como dividendos, a empresa pode limitar os recursos disponíveis para reinvestir em projetos de expansão, inovação ou aumento de eficiência operacional. Por outro lado, uma política de dividendos moderada pode indicar que a empresa está mantendo recursos para sustentar seu crescimento a longo prazo, ao mesmo tempo que satisfaz as expectativas dos acionistas.

Ao analisar a Taxa de Crescimento Sustentável por meio de duas perspectivas, as empresas passam a considerar seus objetivos financeiros, bem como as expectativas institucionais em torno da sustentabilidade do negócio. Portanto, argumenta-se que empresas que adotam práticas ESG e possuem seu crescimento dentro dos limites sustentáveis, tendem a institucionalizar suas práticas, obtendo legitimidade no mercado e o apoio de seus *stakeholders*. Tal integração pode melhorar a reputação e aumentar a resiliência das empresas, ao demonstrar seu compromisso com um crescimento responsável e sustentável. Dessa forma, a Taxa de Crescimento Sustentável permite que as empresas alinhem suas estratégias de crescimento com normas e valores sociais predominantes, promovendo a conformidade institucional e a aceitação social.

Em sua pesquisa, Bagh et al. (2024) analisaram como o desempenho da divulgação de práticas ESG impactaram o crescimento sustentável das empresas de forma não-linear. A pesquisa utilizou uma amostra total de 2.932 empresas listadas, sendo 1.623 dos Estados Unidos da América e 1.309 da China, no período de 2018 a 2022 e identificou que há um efeito positivo do desempenho geral do ESG no crescimento sustentável das empresas, porém quando o desempenho ESG se intensifica o impacto positivo no crescimento sustentável das empresas diminui e, em momentos específicos, se torna negativo de modo a sugerir a existência de uma relação não-linear entre ESG e crescimento sustentável. A análise detalhada dos componentes E, S e G mostra que cada pilar tem impacto distinto no desempenho organizacional, onde o desempenho ambiental e social evidenciou um efeito maior no crescimento sustentável das empresas. E ainda que, a influência do desempenho da divulgação de práticas ESG no crescimento sustentável varia entre os Estados Unidos e a China destacando a importância de se considerar o contexto cultural e institucional neste tipo de análise.

Com base numa amostra de empresas chinesas no período entre 2009 e 2021, Lin (2024) verificou que o desempenho ESG possui um impacto positivo na obtenção de uma taxa de crescimento sustentável. A análise do autor revelou que o desempenho ESG leva a taxas de crescimentos mais elevadas, especialmente entre empresas não estatais. A análise da pesquisa sugeriu que o desempenho ESG melhora a taxa de crescimento

sustentável ao estimular pedidos de patentes, reduzir custos de agência e mitigar o risco corporativo. Uma análise mais detalhada do estudo revelou que o *score Environmental (E)* obteve uma influência negativa na taxa de crescimento sustentável, enquanto os *scores Social (S)* e *Governance (G)* tiveram um impacto positivo. Assim, o autor destaca que o desempenho de práticas ESG pode melhorar o desempenho financeiro ao impulsionar a taxa de crescimento sustentável.

A pesquisa de Chai et al. (2023) investigou como a divulgação de práticas ESG impacta a taxa de crescimento sustentável de 3.164 empresas chinesas no período de 2012 a 2022. Os achados dos autores mostraram que a divulgação de práticas ESG impacta positivamente o crescimento sustentável das empresas. Além disso, o estudo revelou que quanto maior o nível de divulgação de práticas ESG mais pronunciado é o efeito da promoção na taxa de crescimento sustentável. A relevância da pesquisa é evidente diante da crescente importância global direcionada à adoção e divulgação de práticas ESG. Entretanto, o ambiente regulatório da China possui peculiaridades que podem influenciar os resultados dada a interferência do governo central sobre o mercado e a falta de uniformidade em normas voltadas para a governança corporativa. Assim, os achados do estudo não se replicam a outros mercados que possuam diferentes níveis de maturidade regulatória e/ou pressões dos *stakeholders*.

O objetivo da pesquisa dos autores Oprean-Stan et al. (2020) foi investigar a existência de uma relação linear positiva ou negativa entre a divulgação de sustentabilidade, a gestão inadequada dos fatores ESG e o desempenho corporativo e crescimento sustentável das organizações. Com a análise das 50 (cinquenta) maiores empresas cotadas da Europa Ocidental (índice STOXX Europe 50), no período de 2013 a 2020, os autores evidenciaram que as informações generalizadas acerca de práticas sustentáveis não impactam o desempenho financeiro, quando analisadas em um mesmo ano, visto que tais informações podem levar até dois anos para afetar, positiva ou negativamente, o desempenho financeiro das empresas. Os autores ainda identificaram que práticas ESG influenciam positivamente o crescimento sustentável e o desempenho corporativo das empresas analisadas.

Oprean-Stan et al. (2020) também enfatizam a necessidade de uma abordagem adequada à gestão de práticas ESG para garantir resultados financeiros robustos e expansão sustentável. A escolha da amostra dos autores, nessa pesquisa, é relevante por ser composta por empresas líderes de mercado e estão sob constante análise e avaliação dos investidores. Porém, ao focar nas maiores empresas da Europa Ocidental, a pesquisa

pode ter capturado um conjunto que já é mais propenso a adoção de práticas ESG como parte de sua estratégia corporativa dada a visibilidade e pressão do mercado. Apesar disso, a pesquisa de Oprean-Stan et al. (2020) apresenta dados relevantes sobre o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro e no crescimento sustentável das empresas, ressaltando a necessidade de uma gestão adequada e de uma visão de longo prazo.

Empresas que mantêm uma Taxa de Crescimento Sustentável podem estar mais propensas a alinhar seu crescimento com as expectativas institucionais, para evitar comportamentos arriscados que poderiam resultar em perda de legitimidade no mercado. A Taxa de Crescimento Sustentável pode ser vista como uma resposta às pressões institucionais para práticas empresariais mais responsáveis e sustentáveis. Assim, a Taxa de Crescimento Sustentável pode ser vista como um mecanismo que visa assegurar o crescimento das organizações de forma sustentável, respeitando as normas institucionais e atendendo aos interesses dos *stakeholders*.

Argumenta-se que a institucionalização de práticas ESG no ambiente organizacional influencia de forma significativa a capacidade das empresas crescerem de maneira sustentável sem recorrer a financiamentos externos. Uma Taxa de Crescimento Sustentável mais robusta e duradoura pode ser alcançada a partir do alinhamento das estratégias organizacionais e as expectativas institucionais, visando aumentar a eficiência operacional do negócio. Assim, empresas que adotam práticas ESG podem relatar um período de adaptação inicial, a partir da institucionalização dessas práticas na organização, seguido de benefícios adicionais e, possivelmente, exponenciais no que diz respeito a ESG (Bagh et al., 2024).

O processo de institucionalização das práticas ESG pode demandar mais de um período para sua concretização. No entanto, todos os períodos relacionados a este processo poderão, mesmo que com diferentes coeficientes de correlação, estarem significativamente relacionados com a taxa de crescimento sustentável de um período específico da empresa (Oprean-Stan et al., 2020).

Assim sendo, se uma empresa realiza um processo de treinamento de determinada atividade operacional, visando melhorar sua eficiência e reduzir os riscos de impacto ambiental por um período de dois anos sucessivos, poderá observar se após o segundo ano de realização do treinamento fora obtido um nível de eficiência maior que no primeiro ano, visto o fator cumulativo do processo de institucionalização. Da mesma forma, práticas ESG institucionalizadas podem cumular-se em períodos sucessivos, gerando impacto na taxa de crescimento sustentável de um período específico da empresa

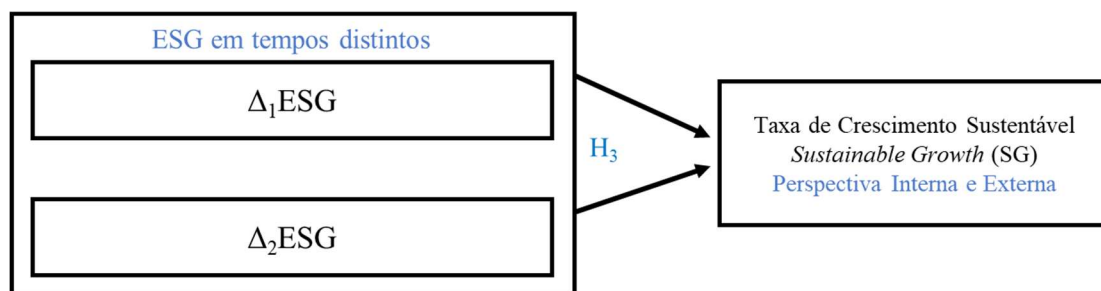
(Oprean-Stan et al., 2020). Logo, se as práticas ESG em dois períodos distintos (t e $t-1$) possuem relação com a taxa de crescimento sustentável de um mesmo período/instante, pode-se inferir as práticas ESG estão sendo institucionalizadas na organização, gerando um ganho de relevância da informação.

Neste contexto, baseando-se nas relações propostas nos estudos citados, com objetivo de elucidar o problema de pesquisa proposto, apresenta-se a terceira hipótese abaixo: **H₃: A variação do score ESG está positivamente relacionada com a Taxa de Crescimento Sustentável.**

Desse modo, à medida que as práticas ESG se tornam uma parte intrínseca das operações da empresa, a qualidade e a relevância das informações contábeis tendem a melhorar com o tempo. No longo prazo, empresas que institucionalizam práticas ESG podem perceber um aumento na confiança dos investidores, na sustentabilidade dos lucros e uma posição competitiva mais robusta no mercado (Bagh et al., 2024; Eccles et al., 2014; Oprean-Stan et al., 2020). Desta forma, a taxa de crescimento sustentável pode acumular conteúdo informacional de qualidade gerando ganho de relevância no tempo, como investigado nesta tese (Figura 11).

Figura 11

Desenho da hipótese H₃



Entende-se que a integração das práticas ESG na estratégia empresarial demonstra o compromisso com a responsabilidade social e ambiental no mercado ao qual a empresa está inserida. Também fortalece a capacidade das empresas de manter lucros estáveis, crescentes ao longo do tempo, possibilitando aumento no seu valor de mercado. Assim, acredita-se que a adoção e institucionalização de práticas ESG, além de ser uma questão de responsabilidade corporativa, contribui para melhorar a qualidade e a relevância das informações contábeis, promovendo maior transparência, confiança, atração para

investidores e outras partes interessadas (Eccles et al., 2014; M. A. Khan, 2022) e um crescimento sustentável, corroborando a tese defendida.

3 PROCEDIMENTOS METOLÓGICOS

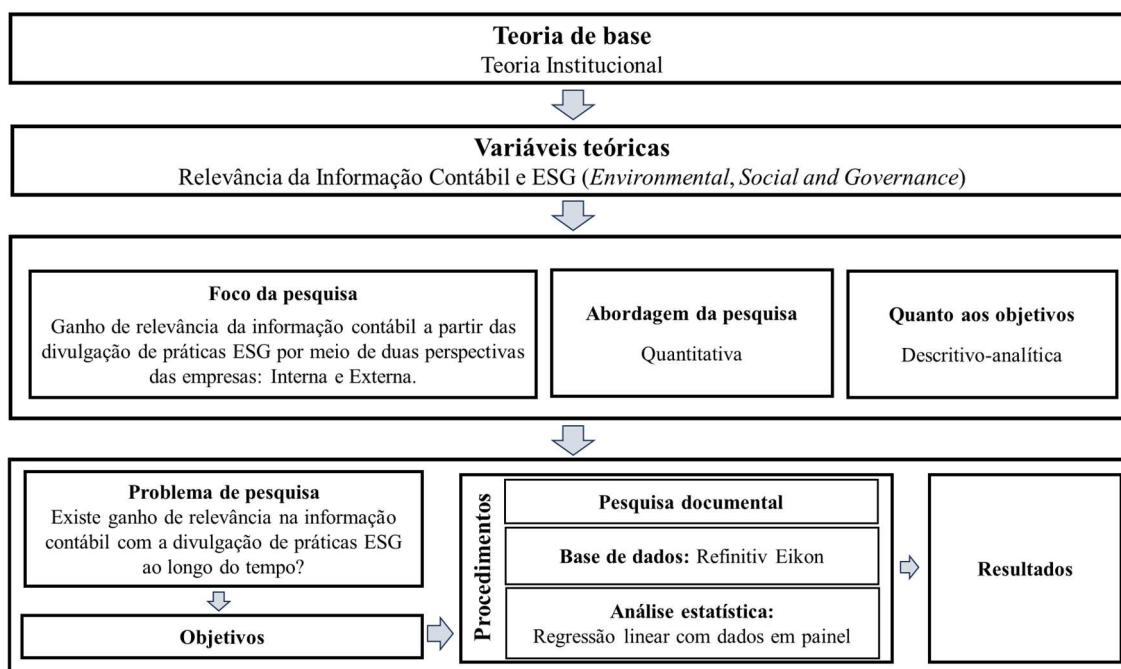
Esta seção apresenta as abordagens e técnicas metodológicas utilizadas nesta pesquisa, de acordo com as definições e etapas necessárias para se atingir os objetivos propostos nesta tese. Assim, a orientação metodológica desta pesquisa compreende: o delineamento metodológico; a base de dados e amostra; a variável ESG; o tratamento dos dados e estratégias da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

A pesquisa proposta foi elaborada de acordo com seus objetivos e hipóteses, além de considerar técnicas de análise e a abordagem adotada para a verificação da tese proposta neste estudo. De acordo com Raupp e Beuren (2006), esta pesquisa classifica-se como descritiva, quanto aos objetivos, descrevendo comportamentos e fenômenos, buscando estabelecer relações de uma determinada população.

A utilização de dados secundários divulgados pelas organizações classifica esta pesquisa como documental, dado que se pode extrair destes algum sentido e dando-lhes valor a fim de contribuir com a comunidade científica (Raupp & Beuren, 2006). Quanto a abordagem, classifica-se como quantitativa efetuando testes e análises de dados financeiros, através de técnicas e instrumentos estatísticos, a fim de identificar padrões e características significativas referentes aos objetivos e hipóteses testadas.

Diante do exposto no referencial teórico e considerando o delineamento metodológico, apresenta-se na Figura 12 o desenho da pesquisa, destacando os principais pontos abordados nessa tese.

Figura 12*Desenho da pesquisa*

3.2 BASE DE DADOS E AMOSTRA

Os dados para a elaboração dessa tese foram coletados na base de dados Refinitiv Eikon⁷. Trata-se de uma plataforma de dados financeiros para análise do mercado, pesquisas e tomadas de decisões quanto a investimentos empresariais. Salienta-se que a base de dados Refinitiv Eikon[®] é uma das mais completas e utilizadas no mercado e executa uma das maiores operações de coleta e análise de dados ESG atualmente, onde os dados são processados de forma a oferecer uma análise de pontuação ESG atualizada e completa (Nirino et al., 2021).

Como um dos sistemas de avaliação ESG mais confiáveis, o sistema de avaliação ESG da Refinitiv Eikon[®] abrange mais de 7.000 empresas listadas em todo o mundo e inclui 10 categorias para os três pilares, bem como pontuações para itens controversos. As pontuações das 10 categorias são as seguintes, sendo I a III pertencentes ao pilar

⁷ Eikon, originalmente parte do segmento Financial & Risk da Thomson Reuters, foi vendida em 2018 para um consórcio liderado pelo Blackstone e rebatizada como Refinitiv. Em 2021, a London Stock Exchange Group (LSEG) adquiriu a Refinitiv incorporando Eikon como um de seus principais produtos. Nessa tese utilizar-se-á a nomenclatura atual, Refinitiv Eikon.

Environmental, IV a VII ao pilar *Social* e, VIII a X ao pilar *Governance* (Refinitiv Eikon, 2022):

- I) **Uso de Recursos** – A pontuação na utilização de recursos reflete o desempenho e a capacidade de uma empresa para reduzir a utilização de materiais, energia ou água, e para encontrar soluções mais ecoeficientes, melhorando a gestão da cadeia de abastecimento.
- II) **Redução de Emissões** – A pontuação de redução de emissões mede o compromisso e a eficácia de uma empresa na redução das emissões ambientais nos seus processos produtivos e operacionais.
- III) **Inovação** – A pontuação de inovação reflete a capacidade de uma empresa reduzir os custos e encargos ambientais para os seus clientes, criando oportunidades de mercado através de novas tecnologias e processos ambientais, ou produtos com concepção ecológica.
- IV) **Força de Trabalho** – A pontuação da força de trabalho mede a eficácia de uma empresa em termos de proporcionar satisfação no trabalho, um local de trabalho saudável e seguro, mantendo a diversidade e a igualdade de oportunidades, e oportunidades de desenvolvimento para a sua força de trabalho.
- V) **Direitos Humanos** – A pontuação de direitos humanos mede a eficácia de uma empresa em termos de respeito às convenções fundamentais de direitos humanos.
- VI) **Comunidade** – A pontuação da comunidade mede o compromisso da empresa em ser um bom cidadão, proteger a saúde pública e respeitar a ética empresarial.
- VII) **Responsabilidade pelo produto** – A pontuação de responsabilidade pelo produto reflete a capacidade de uma empresa produzir bens e serviços de qualidade, integrando a saúde e segurança do cliente, integridade e privacidade de dados.
- VIII) **Gestão** – A pontuação de gestão mede o compromisso e a eficácia de uma empresa em seguir os princípios das melhores práticas de governança corporativa.
- IX) **Acionistas** - A pontuação do acionista mede a eficácia de uma empresa em relação à igualdade de tratamento dos acionistas e ao uso de dispositivos

implementados para proteger a empresa contra aquisições hostis ou indesejadas.

- X) **Estratégias de RSC** - A pontuação da estratégia de RSC reflete as práticas de uma empresa para comunicar que integram dimensões econômicas, sociais e ambientais nos seus processos de tomada de decisão quotidianos.

A pontuação ESG da plataforma é uma técnica que analisa e classifica as empresas de acordo com os seus desempenhos ambientais, sociais e de governança e, sua metodologia de pontuação é uma ferramenta amplamente utilizada por investidores que desejam integrar considerações ESG em suas decisões de investimento. As pontuações da plataforma foram projetadas para medir de forma transparente e objetiva o desempenho, comprometimento e a eficácia ESG de empresas em suas categorias, com base em dados publicamente disponíveis (Refinitiv Eikon, 2022). A plataforma coleta e calcula mais de 630 medidas de ESG ao nível de empresa, sendo um subgrupo de 186 pontos de dados relevantes e comparáveis que são utilizadas para avaliação e pontuação das organizações.

As medidas subjacentes baseiam-se em considerações sobre impacto, disponibilidade de dados, comparabilidade e relevância e, estão agrupadas em categorias que formam as pontuações dos três pilares (*Environmental*, *Social* e *Governance*) e a pontuação ESG *score* total. As pontuações das categorias são agrupadas nos três pilares e a pontuação do pilar ESG total é uma soma relativa dos pesos das categorias que variam por setor para as categorias “*environmental*” e “*social*”. Já para a categoria “*governance*”, os pesos não se alteram em todos os setores (Refinitiv Eikon, 2022).

A amostra limitou-se, de forma intencional, ao período entre 2013 e 2023. Tal limitação temporal se justifica, principalmente, em função da adoção aos padrões contábeis internacionais, o IFRS (*Internacional Financial Reporting Standards*), pelos países analisados. Destaca-se que, na tentativa de ampliar o período da amostra (2012, 2011, ...), o número de países que adotavam o IFRS diminuía. Por isso, foi escolhido o ano de 2013 como ponto de partida visando incluir um maior número de países na amostra. Ao focar nesse período, assegurou-se que os dados utilizados fossem gerados seguindo um mesmo conjunto de normas contábeis permitindo uma análise uniforme e comparável entre as diferentes nações. A Tabela 1 lista os 23 países da amostra, totalizando 2.546 empresas.

Tabela 1*Lista de países da amostra*

	Países	Número de empresas
1	Austrália	209
2	Alemanha	69
3	Áustria	23
4	Bélgica	21
5	Brasil	65
6	Canadá	187
7	China	73
8	Coreia do Sul	100
9	Dinamarca	23
10	Espanha	34
11	Estados Unidos	717
12	França	79
13	Índia	79
14	Irlanda	26
15	Itália	31
16	Japão	377
17	México	27
18	Noruega	24
19	Reino Unido	219
20	Rússia	27
21	Suécia	44
22	Suíça	64
23	Tailândia	28
	Total	2.546

Na lista de empresas encontram-se contemplados 5 continentes, sendo 3 países da América do Norte, 1 país da América do Sul, 13 países da Europa, 5 países da Ásia e 1 país da Oceania. Dentre estes, segundo o *United Nations Development Programme* (2024), 16 países são considerados como desenvolvidos e 7 países em desenvolvimento.

3.3 VARIÁVEL ESG

A variável ESG (*score* total e por fatores isolados) utilizada neste estudo são calculadas e disponibilizadas na base de dados da Refinitiv Eikon® e seguem uma metodologia rigorosa para avaliar o desempenho de uma empresa nos três pilares. Para o

cálculo da pontuação ESG de uma empresa, a Refinitiv Eikon® considera uma variedade de métricas e indicadores relacionados a questões ambientais, sociais e de governança corporativa. Cada indicador é ponderado de acordo com sua relevância e impacto e, os indicadores individuais são agregados para calcular a pontuação ESG final da empresa. Essa pontuação varia de 0 a 100, sendo que valores mais altos indicam melhor desempenho nos critérios ESG. A Tabela 2 descreve a faixa de intervalo de pontuação do ESG dada pela base de dados.

Tabela 2

Faixa de intervalo de pontuação do ESG na Refinitiv Eikon

Intervalo de pontuação	Descrição
De 0 a 25	As pontuações nesta faixa implicam no desempenho ESG relativo insatisfatório e transparência insuficiente na divulgação pública de dados ESG relevantes.
De 26 a 50	As pontuações nesta faixa implicam no desempenho ESG relativo satisfatório e transparência moderada na divulgação pública de dados ESG relevantes.
De 51 a 75	Pontuações nesta faixa indicam bom desempenho ESG relativo e transparência acima da média na divulgação pública de dados ESG relevantes.
De 75 a 100	Pontuações nesta faixa indicam excelente desempenho ESG relativo e alto grau de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.

Nota. Baseado em Refinitiv Eikon (2022)

A Refinitiv Eikon® fornece um dos conjuntos de dados ESG mais extensos do mercado, com dados que remontam a 2002. A base de dados avalia o desempenho ESG das empresas em 10 temas e 3 pilares com mais de 600 critérios.

O pilar *Environment (E)* possui temas voltados para emissões de carbono, eficiência energética, uso de recursos, gestão de resíduos, impacto ambiental de produtos e serviços, entre outros. As métricas avaliadas incluem dados quantitativos e qualitativos, como a quantidade de emissões de gases de efeito estufa, políticas de redução de impacto ambiental e iniciativas de reciclagem. Neste pilar as métricas são ponderadas de acordo com sua relevância para o setor da empresa, e um *score* ambiental é calculado com base na média ponderada dessas métricas.

O pilar *Social (S)* possui temas voltados para os direitos humanos, condições de trabalho, diversidade e inclusão, impacto comunitário, relações com fornecedores, saúde

e segurança, entre outros. As métricas avaliadas incluem práticas de diversidade no local de trabalho, políticas de saúde e segurança, programas de desenvolvimento comunitário e conformidade com normas trabalhistas. Similarmente ao *score* ambiental, as métricas sociais são ponderadas e agregadas para calcular um *score* social.

Por fim, o pilar *Governance* (*G*) possui temas voltados para estrutura do conselho, práticas de auditoria, políticas de remuneração, transparência, ética corporativa, direitos dos acionistas, entre outros. As métricas neste pilar incluem a composição do conselho de administração, práticas de governança, políticas contra corrupção e transparência nas comunicações financeiras. Da mesma forma, as métricas de *governance* são ponderadas e agregadas para calcular um *score* de governança (Refinitiv Eikon, 2022).

O cálculo do *score* ESG total é uma média ponderada dos três *scores* isolados (*E*, *S* e *G*). A ponderação considera a importância relativa de cada dimensão para o desempenho geral da empresa. O cálculo do *score* ESG total inicia com a agregação dos *scores* isolados onde são combinados utilizando pesos específicos. Esses pesos podem variar a depender do setor da empresa, de modo a refletir a importância relativa de cada dimensão ESG para o setor analisado. Para *Governance*, os pesos permanecem os mesmos em todos os setores. Em seguida a média ponderada dos três *scores* isolados é calculada para se obter o *score* ESG total por meio da seguinte fórmula:

$$\text{Score ESG Total} = (\omega_E \times \text{score Environment}) + (\omega_S \times \text{score Social}) + (\omega_G \times \text{score Governance})$$

(Eq. 1)

Onde ω_E , ω_S e ω_G são os pesos atribuídos às dimensões *Environmental*, *Social* e de *Governance*.

Os *scores* ESG também são apresentados em forma de *ratings* ordinais alfabéticos, para mostrar rapidamente o desempenho das empresas em relação aos seus pares e onde estão os pontos fortes e fracos de ESG de uma empresa. A Tabela 3 apresenta a lógica da conversão da pontuação percentual para o *rating* alfabético.

O método de cálculo de variáveis ESG fornece aos investidores e analistas uma avaliação abrangente e comparável do desempenho da empresa relacionado a questões de sustentabilidade e responsabilidade social corporativa.

Tabela 3*Faixa de pontuação e grau do ESG na Refinitiv Eikon*

Faixa de pontuação	Grau	Descrição
0.0 <= score <= 0.083333	D-	A pontuação ‘D’ indica um fraco desempenho ESG
0.083333 < score <= 0.166666	D	relativo e um grau insuficiente de transparência na
0.166666 < score <= 0.250000	D+	divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.250000 < score <= 0.333333	C-	A pontuação ‘C’ indica um desempenho ESG relativo
0.333333 < score <= 0.416666	C	satisfatório e um grau moderado de transparência na
0.416666 < score <= 0.500000	C+	divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.500000 < score <= 0.583333	B-	A pontuação ‘B’ indica um bom desempenho ESG
0.583333 < score <= 0.666666	B	relativo e um grau de transparência acima da média na
0.666666 < score <= 0.750000	B+	divulgação pública de dados ESG relevantes.
0.750000 < score <= 0.833333	A-	A pontuação ‘A’ indica excelente desempenho ESG
0.833333 < score <= 0.916666	A	relativo e alto grau de transparência na divulgação
0.916666 < score <= 1	A+	pública de dados ESG relevantes.

Nota. Baseado em *London Stock Exchange Group* (2023)

A base de dados é constantemente atualizada de acordo com os padrões de relatórios das empresas. Além disso, os dados são integrados aos produtos semanalmente, incluindo o recálculo das pontuações ESG. Essas atualizações podem incluir a adição de novas empresas ao banco de dados, bem como a atualização do último exercício financeiro ou a adição de novos eventos controversos. Geralmente os dados ESG reportados são atualizados anualmente, em linha com as divulgações ESG das empresas. Contudo, em situações excepcionais, quando ocorrem alterações significativas nos relatórios ou na estrutura da empresa durante o ano, os dados são atualizados com maior frequência. Notícias e controvérsias relacionadas ao ESG são constantemente atualizadas, à medida que esses eventos ocorrem e são divulgados pela mídia global (Refinitiv Eikon, 2023).

3.4 ESPECIFICAÇÕES DE VARIÁVEIS DOS MODELOS

Esta tese tem por base a metodologia proposta por James A. Ohlson em 1995 e, posteriormente, adaptada por Daniel W. Collins, Edward L. Maydew e Ira S. Weiss em 1997. A metodologia de Ohlson (1995) e o estudo de Collins et al. (1997) são dois marcos na área de avaliação de empresas e na pesquisa contábil sobre o valor da informação financeira. Ambas as abordagens oferecem perspectivas significativas sobre como as

informações contábeis são processadas e integradas nos preços das ações no mercado. Embora cada uma ofereça uma visão única, a combinação dessas metodologias fornece uma compreensão mais abrangente da relação entre contabilidade e valor de mercado.

Em seu artigo, James A. Ohlson desenvolveu uma ferramenta para a avaliação de empresas baseado na relevância das informações contábeis. Tal metodologia teve como objetivo prever o valor de uma organização a partir de números contábeis pelo qual o valor da empresa seria explicado pelo valor de seu patrimônio líquido mais o valor atual dos lucros residuais. A metodologia de Ohlson combina a análise das demonstrações contábeis com o preço de mercado das ações, a fim de determinar o valor de uma organização. Tal técnica é vastamente utilizada para avaliação de empresas por investidores e analistas financeiros (Setyahuni & Handayani, 2020), com o pressuposto de que a Contabilidade é baseada em valores históricos (Kothari, 2001). Amplamente conhecida no campo da contabilidade e finanças (Mervelskemper & Streit, 2017), a metodologia de Ohlson oferece base para analisar a relação entre práticas ESG e o valor de mercado, bem como a persistência dos lucros das empresas. De acordo com Mervelskemper (2017), em pesquisas contábeis, o modelo de Ohlson é tido como uma abordagem padrão para investigar como variáveis financeiras e não financeiras são avaliadas pelo mercado de ações.

A adaptação feita por Collins et al. (1997) avançou a análise e discussão, e investigou as mudanças sistemáticas na relevância da informação contábil a partir do valor dos lucros por ação e dos valores contábeis ao longo do tempo, adequando a análise ao uso do valor de mercado das organizações. Uma das contribuições mais relevantes desta pesquisa, que é o método utilizado nesta tese, foi a realização de uma análise temporal detalhada, onde os autores utilizaram a análise segregada do poder explicativo do R^2 (R-Square), enfatizando que o efeito desta medida estatística depende de uma relação econômica livre de escala. Tal abordagem permitiu aos autores identificarem mudanças na forma como as variáveis contábeis influenciaram o valor de mercado das empresas ao longo do tempo. Os autores segmentaram um período de quarenta anos (1953 a 1993) e avaliaram a evolução da relevância dos lucros e do valor contábil ao longo deste período, através da decomposição do R^2 . Esse procedimento visou captar eventuais mudanças estruturais no mercado e na economia que pudessem influenciar a utilidade das informações contábeis, de modo a investigar se a relevância do valor da informação contábil mudou ao longo do tempo (Collins et al., 1997). Para isto, os autores utilizaram a seguinte equação:

$$R_{i,t}^2 = \emptyset + \emptyset_1 TIME_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 2})$$

Onde, $TIME = 1, 2, 3, \dots, 40$, correspondente aos quarenta anos compreendidos na amostra (1953 a 1993).

Segundo os autores, este modelo permitiu captar os efeitos da tempestividade das informações contábeis, observando se os lucros contábeis apresentados, pelas empresas, representaram o preço das ações e se os valores divulgados sustentaram sua relevância ao longo do tempo. Ainda segundo Collins et al. (1997), os resultados indicaram que houve uma mudança na relevância dos lucros e do valor contábil ao longo do tempo. Inicialmente, o valor contábil tinha uma influência mais significativa no valor de mercado das empresas. No entanto, com o tempo, os lucros passaram a ter um papel mais relevante. Os autores sugeriram que os investidores começaram a valorizar mais as demonstrações de resultados, em vez dos balanços patrimoniais. A mudança na relevância das informações contábeis indica que os padrões contábeis e as práticas de divulgação precisam evoluir para refletir melhor as necessidades dos investidores. Além disso, os resultados dos autores destacam a importância de considerar o contexto temporal ao analisar a utilidade das informações contábeis.

Posteriormente, diversos autores utilizaram a metodologia de Collins et al. (1997) em suas pesquisas. A revisão de algumas das teorias e evidências associadas aos estudos de relevância de valor em contabilidade foi realizado por Ota (2003), explorando como diferentes modelos de regressão afetaram a relevância das informações contábeis para o mercado de ações. A revisão do estudo dados contábeis do mercado dos Estados Unidos da América e da Alemanha utilizando resultados de estudos como o de Collins et al. (1997). O autor revisa resultados de pesquisas anteriores e destacou que os diferentes modelos de regressão podem produzir resultados conflitantes sobre a relevância ao longo do tempo, a depender de como as pesquisas lidam com fatores como efeitos de escala e defasagem no reconhecimento contábil. Assim, o autor abordou discussões sobre a análise do R^2 ao longo do tempo, mas não realizou diretamente sua própria análise.

Em seu estudo, El Shamy e Al-Qenae (2005) analisaram a mudança na relevância dos lucros e valores contábeis na avaliação do patrimônio líquido no mercado de ações do Kuwait nos últimos 20 anos. A amostra utilizou dados de empresas listadas na bolsa de valores do Kuwait no período de 1980 a 2001, com informações sobre lucros, valores contábeis e preços das ações, totalizando 887 observações. Os anos de 1990 e 1991 foram excluídos da amostra devido à invasão iraquiana ocorrida no país árabe. No estudo os

autores realizaram uma análise do R^2 (por meio de uma regressão anual em uma variável temporal) ao longo do tempo, semelhante ao estudo de Collins et al. (1997), examinando como a relevância dos lucros e valores contábeis impactaram os preços das ações no Kuwait ao longo do período analisado. Essa metodologia permitiu que os autores investigassem se houve uma mudança significativa no valor explicativo conjunto de lucros e valores contábeis ao longo do tempo. Os resultados apontaram um aumento significativo no R^2 ao longo do período, indicando que a relevância dos lucros e valores contábeis para os preços das ações aumentou com o tempo. O estudo comparou também os períodos antes e depois da adoção das normas internacionais de contabilidade em 1990. Após a adoção, o R^2 aumentou significativamente sugerindo que a relevância das informações contábeis foi aprimorada com a padronização das normas contábeis. Dessa forma, o estudo dos autores observou a evolução da relevância das informações contábeis ao longo do tempo, o que pode sugerir um ganho de relevância de tais informações.

Com uma amostra de 38 empresas listadas na bolsa de valores de Atenas, na Grécia, no período de 1996 a 2008, Glezakos et al. (2012) analisaram o impacto das informações contábeis (lucros por ação e valor contábil por ação) na formulação dos preços das ações. O estudo teve como objetivo determinar se o poder explicativo dessas variáveis aumento ao longo do tempo a fim de entender a relação entre os lucros e valores contábeis na avaliação por ações. Os autores seguiram a metodologia de decomposição do R^2 , comparando o poder explicativo das variáveis individualmente e em conjunto, semelhantemente a metodologia de Collins et al. (1997), para analisar a relevância do valor ao longo do tempo. O estudo dos autores evidenciou um aumento no poder explicativo conjunto das variáveis ao longo do período analisado, com o R^2 aumentando de maneira significativa indicando que a relevância de informações contábeis aumentou ao longo do tempo. Porém, a análise isolada evidenciou que o R^2 do lucro por ação diminuiu ao longo do tempo, enquanto o R^2 do valor contábil por ação apresentou uma tendência de crescimento, indicando que os investidores passaram a focar mais nos valores contábeis do que nos lucros ao avaliar as empresas no ASE.

O estudo de Chen e Ho (2014) analisou a relação entre lucros e retornos no mercado de ações da China e dos EUA. Especificamente, verificou o quanto os lucros influenciam os retornos das ações em ambos os mercados e como essa relação varia entre os dois contextos. O objetivo também incluiu a comparação do período mais recente com estudos anteriores no mercado dos EUA. A amostra de empresas americanas foi se deu entre os períodos de 1968 a 1986 e, 1998 a 2011, totalizando 74.694 observações. A

amostra do mercado chinês foi composta por 16.656 observações do período de 1998 a 2011. O estudo dos autores incorporou uma análise do R^2 ao longo do tempo de maneira semelhante à realizada no estudo de Collins et al. (1997). Os autores identificaram uma mudança no poder explicativo dos lucros sobre os retornos das ações ao comparar os períodos no mercado americano. Observaram que o poder explicativo dos níveis de lucro (R^2) no período mais recente diminuiu significativamente em relação ao período anterior, indicando uma queda na relevância dos lucros para explicar os retornos. Essa tendência foi atribuída ao aumento de empresas com perdas contábeis e à crescente relevância de indústrias no mercado.

Outro estudo na temática metodológica é dos autores Qu e Zhang (2015) que analisaram a relevância do valor dos lucros e do valor contábil durante os 20 anos de transição institucional na China, período compreendido de 1991 a 2010. Os autores examinaram ainda a adequação da Contabilidade de Valor Justo em mercado de capitais emergentes. A amostra da pesquisa foi composta por 18.921 observações de dados de empresas listadas nas bolsas de valores de Xangai e Shenzhen. Essa pesquisa seguiu o modelo de avaliação de Ohlson (1995) e utilizou regressões *cross-section* anuais para medir o poder explicativo combinado das variáveis. Como métrica principal, os autores, utilizaram o R^2 ajustado para medir o poder explicativo combinado das variáveis. Os resultados da pesquisa mostraram um aumento significativo do R^2 a longo do período analisado, indicando que as melhorias nas regulamentações contábeis e no ambiente aumentaram a relevância de tais informações. Ainda, a relevância incremental dos lucros por ação permaneceu estável, com uma tendência de queda, enquanto a relevância incremental do valor contábil por ação aumentou de forma significativa.

A pesquisa de Dickinson et al. (2018) teve como objetivo avaliar a relevância das informações contábeis e das previsões dos analistas a fim de explicar o valor de mercado das empresas de forma a considerar, também, o estágio do ciclo de vida das organizações. A amostra da pesquisa foi composta por empresas americanas listadas nas bolsas de valores NYSE, AMEX ou NASDAQ. A amostra total apresentou 31.103 observações anuais de empresas entre os anos de 1987 e 2016. Metodologicamente, os autores, mediram o R^2 das regressões de retorno e preço, decompondo o poder explicativo entre lucros, valores contábeis e previsões dos analistas. Como resultado, a pesquisa evidenciou que R^2 variou de acordo com o estágio do ciclo de vida da empresa onde, para empresas em crescimento e maduras, as previsões de analistas são mais relevantes, com maior poder explicativo, e para empresas em fase de introdução e declínio, as informações contábeis

(lucros e valores contábeis) têm maior poder explicativo, com o R^2 dessas variáveis superando o das previsões de analistas.

Em sua pesquisa, Johnston et al. (2021) analisaram as mudanças temporais na relevância do valor das previsões de analistas em comparação com a informação contábil ao longo de um período de 42 anos, entre 1976 a 2018, em empresas americanas. O estudo dos autores utilizou como base o modelo de Ohlson (1995) para verificar a relevância pretendida. A relevância do valor foi medida pelo R^2 das regressões anuais, avaliando o poder explicativo da informação contábil e das previsões dos analistas. Os resultados mostraram um declínio contínuo do R^2 ao longo do tempo tanto para os modelos que consideram apenas a informação contábil quanto para os que incluem previsões dos analistas. O R^2 ajustado para a informação contábil foi de 16,93% no período de 1976-1980 e caiu para 8,04% no período de 2011-2018. Assim, o estudo dos autores concluiu que tanto a informação contábil quanto as previsões dos analistas estão perdendo relevância ao longo do tempo.

Com uma amostra de empresas americanas no período de 1987 a 2020 e empresas japonesas de 1990 a 2020 selecionadas na base *Compustat*, Boonlert-U-Thai e Schaberl (2022) analisaram a relevância dos valores contábeis, dos lucros e dos lucros futuros na avaliação das ações, utilizando o modelo de avaliação de Ohlson (1995) como base. Os autores investigaram essa relevância em três dimensões, sendo: tempo, fase do ciclo de vida das empresas e incerteza de mercado. Adicionalmente, os autores aplicam a abordagem da análise do R^2 proposta por Collins et al. (1997) utilizando-a para decompor o poder explicativo das regressões de preço das ações e calcular a relevância incremental de cada variável contábil. Os resultados encontrados da análise do R^2 revelaram variações significativas na relevância dos valores contábeis, lucros e lucros futuros ao longo do tempo, nos estágios de ciclo de vida e ainda, sob diferentes condições de incerteza apresentadas pelo mercado. De forma resumida, o estudo dos autores apresentou um aumento significativo no poder explicativo do R^2 ao longo do tempo tanto para o modelo incluía valores contábeis e lucros, quanto para o modelo que adicionava os lucros futuros. Para os lucros futuros, os resultados indicaram um leve declínio na relevância incremental para as empresas dos EUA, enquanto para as empresas japonesas a relevância permaneceu estável.

A pesquisa de Minggu et al. (2022) investigou a relevância da informação contábil para o preço das ações de bancos e instituições financeiras na Bolsa de Valores da Indonésia no período de 2012 a 2019. O estudo usou o modelo de avaliação de preços

desenvolvido por Ohlson (1995) para testar a relevância da informação contábil. O estudo dos autores confirmou que o lucro por ação e o valor contábil por ação possuem relevância incremental e relativa no mercado financeiro indonésio durante o período analisado, visto que ambos influenciam significativamente os preços das ações. Foi realizada ainda a análise das mudanças na relevância do valor dos lucros e do valor contábil baseando-se na metodologia de Collins et al. (1997), assim os autores decompueram o poder explicativo total no poder incremental para analisar as mudanças conjuntas e individuais no R^2 ajustado anual. Tal análise permitiu observar a variação do R^2 ao longo dos anos onde mostrou uma leve queda em relação ao lucro por ação enquanto permaneceu estável ou até aumentou sua relevância quanto ao valor contábil. Entretanto, evidenciou-se que os lucros por ação e o valor contábil por ação quando considerados em conjunto fornecem uma explicação mais robusta para as variações no preço das ações, inferindo que essas variáveis, juntas, são mais úteis para prever o preço das ações.

Nota-se que a metodologia proposta por Collins et al. (1997) tem sua importância e utilidade nas pesquisas contábeis, embora não tenha sido originalmente voltada para a análise da divulgação de práticas ESG. No entanto, a análise do R^2 de maneira temporal oferece estrutura adequada para analisar a relação entre a divulgação de práticas ESG e o Valor de Mercado, assim como entre ESG e a Persistência dos Lucros das empresas, proposta nesta tese. A análise temporal realizada pelos autores pode ser conduzida em intervalos de tempo o que, nessa tese, é utilizado para se observar se há um ganho de relevância da informação contábil a partir divulgação das práticas ESG adotadas pelas empresas. Tal análise permitirá avaliar se os *stakeholders* passaram a atribuir maior valor às práticas sustentáveis e responsáveis adotadas pelas empresas ao longo dos anos.

A metodologia de Collins et al. (1997) pode ser descrita como um modelo de regressão linear simples que, segundo Fávero e Belfiore (2024), oferece principalmente a possibilidade de estudar a relação entre uma ou mais variáveis explicativas, apresentadas de forma linear, e uma variável dependente quantitativa com o objetivo de encontrar uma linha reta (equação) que melhor se ajusta aos dados. Neste contexto, esta tese utiliza modelos de regressão para dados em painel linear, que são ferramentas estatísticas utilizadas para analisar dados longitudinais, que são dados observados ao longo do tempo sobre as mesmas unidades (como indivíduos, empresas, países, etc.). Esses modelos são frequentemente utilizados em estudos econômicos, sociológicos e de ciências políticas, entre outras áreas, para entender como variáveis independentes influenciam uma variável dependente ao longo do tempo e entre diferentes unidades (Fávero & Belfiore, 2024).

Assim, o percurso metodológico para verificação do objetivo geral e da tese proposta baseia-se na investigação dos objetivos específicos estabelecidos na Introdução. Para tanto, detalha-se a seguir as quatro etapas da estratégia adotada nessa pesquisa para verificação do objetivo geral em conformidade com as hipóteses elaboradas.

3.4.1 Relação entre ESG e Valor de Mercado e, ESG e Persistência dos Lucros

A análise da existência do ganho de relevância da informação contábil, em conformidade com as hipóteses H_{1a}, H_{1b}, H_{2a} e H_{2b}, seguiu três etapas metodológicas para verificação do objetivo geral. São elas:

Primeira etapa: esta etapa foi direcionada à análise da relação, separadamente, entre o *score* ESG total e seus fatores E, S, e G, com o Valor de Mercado (Passo 1), e, após, com a Persistência dos Lucros (Passo 2), extraindo o resultado do coeficiente de determinação, também chamado de R², de cada equação. Logo, nesta etapa, cada equação descrita obteve uma regressão que resultará em um R². Assim, foram 8 regressões por país/ano. Num período de 10 anos, com 23 países, foram realizadas um total de 1.840 regressões. Segundo Fávero e Belfiore (2024), a capacidade explicativa de um modelo é analisada pelo R² da regressão. Para tanto, foram utilizadas as seguintes equações descritas abaixo:

Passo 1

$$VM_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 3})$$

$$VM_{i,t} = \alpha + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 4})$$

$$VM_{i,t} = \alpha + \beta_3 S_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 5})$$

$$VM_{i,t} = \alpha + \beta_4 G_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 6})$$

Passo 2

$$PersL_{i,t} = \alpha + \beta_5 ESG_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 7})$$

$$PersL_{i,t} = \alpha + \beta_6 E_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 8})$$

$$PersL_{i,t} = \alpha + \beta_7 S_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 9})$$

$$PersL_{i,t} = \alpha + \beta_8 G_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 10})$$

Onde, VM = Valor de Mercado; $PersL$ = Persistência dos Lucros; α = constante

do modelo; ESG, E, S e G são os *scores* ESG Total e por fatores, respectivamente; i = empresa; t = tempo; e ε é o termo de erro.

Salienta-se que o Passo 2, independe do Passo 1, e vice e versa. São modelos que irão analisar a relação do ESG com o valor de mercado e com a persistência dos lucros como dois componentes, independentes, dentro desta primeira etapa. A métrica do Valor de Mercado (VM) será dada pelo Q de Tobin, por meio da seguinte equação:

$$Q_{i,t} = \frac{VMA_{i,t} + DIV_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{Eq. 11})$$

Onde, VMA = valor de mercado dos ativos; DIV = dívidas; AT = ativo total; e i = empresa; t = tempo.

Diversos pesquisadores preferem utilizar a métrica do Q de Tobin para medir o valor da organização (Atan et al., 2018; Giannopoulos et al., 2022; Saygili et al., 2022), visto que esta compara o valor de mercado total de uma empresa (o valor de todas as suas ações) com o valor de reposição de seus ativos físicos, como propriedades, equipamentos e outros ativos tangíveis.

A métrica da Persistência dos Lucros será dada por meio da seguinte equação (Kolozsvari & Macedo, 2016; Pimentel & de Aguiar, 2012):

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 12})$$

Onde, ROA é a medida de retorno sobre o ativo total de uma determinada empresa i no tempo t .

Para Dechow e Schrand (2004), os lucros das empresas, sob o conceito da qualidade da informação contábil, são persistentes se representam seu desempenho atual e consistem base para predizer os lucros dos períodos futuros.

O mecanismo para avaliar o ganho de relevância no tempo (a partir da relação entre duas variáveis) se dará através da análise do ajuste do modelo de uma regressão linear simples, visto que a utilização de outras variáveis no modelo, como variáveis de controle, poderia dificultar a captura específica da relação entre as duas variáveis

desejadas no período analisado, além de particularidades dos países que são difíceis de serem mensuradas.

Segunda etapa: esta etapa foi direcionada à montagem dos dados em painel, onde o R-Square (R^2) será a variável dependente para cada modelo econométrico, ano a ano, conforme estudo de Collins et al. (1997). A Tabela 4 demonstra como será feita a montagem dos dados em painel nesta etapa.

Tabela 4

Exemplo de dados em painel a partir dos países e R^2

País	R^2	Ano	Time
1	0,25	2014	1
1	0,33	2015	2
1	0,05	2016	3
1	0,40	2017	4
1	0,45	2018	5
1	0,60	2019	6
1	0,05	2020	7
1	0,33	2021	8
1	0,05	2022	9
1	0,05	2023	10
2	0,05	2014	1
2	0,25	2015	2
2	0,33	2016	3
2	0,05	2017	4
2	0,40	2018	5
2	0,45	2019	6
2	0,60	2020	7
2	0,05	2021	8
2	0,33	2022	9
2	0,05	2023	10

Onde, o País 1 corresponderá a Austrália; País 2 corresponderá a Alemanha e, assim, sucessivamente para todos os países.

Terceira etapa: esta etapa consiste na regressão dos valores do R^2 obtidos através das equações anteriores ao longo do tempo para avaliar o comportamento do poder explicativo do ESG e fatores E, S e G, em relação ao Valor de Mercado e a Persistência dos Lucros, de forma a verificar se o tempo é uma variável significativa na determinação destas relações. Abaixo está demonstrada a forma como as equações serão trabalhadas, utilizando o R^2 como variável dependente.

$$R_{Brasil}^2 = \alpha + \omega_1 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 13})$$

$$R_{Brasil}^2 = \alpha + \omega_2 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 14})$$

$$R_{Brasil}^2 = \alpha + \omega_3 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 15})$$

...

$$R_{EUA}^2 = \alpha + \omega_1 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 16})$$

$$R_{EUA}^2 = \alpha + \omega_2 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 17})$$

$$R_{EUA}^2 = \alpha + \omega_3 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 18})$$

...

A montagem de equações, nesta etapa, continuou seguindo o formato apresentado até que todos os países da amostra e todos os anos foram sequenciados. Logo, baseado no estudo de Collins et al. (1997) e na fundamentação teórica apresentada, os modelos econométricos utilizados para avaliar a tese deste estudo são:

$$(ESG_{VM}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_1 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 19})$$

$$(E_{VM}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_2 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 20})$$

$$(S_{VM}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_3 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 21})$$

$$(G_{VM}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_4 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 22})$$

...

$$(ESG_{PL}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_5 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 23})$$

$$(E_{PL}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_6 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 24})$$

$$(S_{PL}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_7 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 25})$$

$$(G_{PL}) R_{c,t}^2 = \alpha + \omega_8 TIME_t + \epsilon \quad (\text{Eq. 26})$$

...

Onde: $(ESG_{VM}) R^2$ representa o R^2 obtido na Equação 3; $(E_{VM}) R^2$ representa o R^2 da Equação 4; $(S_{VM}) R^2$ representa o R^2 da Equação 5; $(G_{VM}) R^2$ representa o R^2 da Equação 6; $(ESG_{PL}) R^2$ representa o R^2 da Equação 7; $(E_{PL}) R^2$ representa o R^2 da Equação 8; $(S_{PL}) R^2$ representa o R^2 da Equação 9; $(G_{PL}) R^2$ representa o R^2 da Equação 10; c representa o país da subamostra; t o tempo analisado; ω o coeficiente do modelo de ganho de relevância e ϵ o erro do modelo. Vale ressaltar que todos os modelos testados nessa tese foram executados com a utilização dos *softwares* R e/ou *Python*.

A Figura 13 sintetiza as etapas metodológicas listadas. A construção dos modelos econométricos possibilita uma análise detalhada do poder explicativo das variáveis ESG,

E, S e G ao longo do tempo e em diferentes países. A sequência das regressões e a montagem dos dados em painel trazem uma visão integrada e longitudinal sobre o tema, permitindo identificar potenciais tendências e relevâncias adicionais quanto a divulgação de práticas ESG pelas empresas.

Figura 13

Etapas metodológicas das hipóteses H_{1a} , H_{1b} , H_{2a} e H_{2b} .

Etapa	Descrição	Análise	Detalhes/Ferramentas
Primeira Etapa	Análise da relação entre a divulgação de práticas ESG (<i>score</i> total e por fatores E, S, G) com o Valor de Mercado e a Persistência dos Lucros das empresas.	Realização de regressões para cada equação descrita.	- Passo 1: Relação entre ESG e Valor de Mercado. - Passo 2: Relação entre ESG e Persistência dos Lucros. - Métricas utilizadas: Q de Tobin para Valor de Mercado e ROA para Persistência dos Lucros.
Segunda Etapa	Montagem dos dados em painel para análise longitudinal dos coeficientes R^2 .	- Estruturação dos dados em formato painel. - Organização dos valores de R^2 como variável dependente, categorizados por país e ano.	- Formato dos Dados: País, R^2 , Ano, <i>Time</i> .
Terceira Etapa	Regressão dos valores de R^2 obtidos na etapa anterior para analisar a existência do ganho de relevância da informação contábil do <i>score</i> ESG e seus fatores em relação ao Valor de Mercado e à Persistência dos Lucros.	- Realização de regressões utilizando R^2 .	- Equações onde R^2 é a variável dependente e <i>time</i> é a variável independente.

O tópico seguinte aborda a etapa quatro da metodologia proposta em conformidade com a hipótese H_3 .

3.4.2 Relação entre ESG e Taxa de Crescimento Sustentável

A **quarta etapa** foi direcionada à análise da Taxa de Crescimento Sustentável, em perspectivas interna e externa, com o *score* ESG total e seus fatores E, S e G. A Taxa de Crescimento Sustentável proposta por Higgins (2012) foi analisada, nesta tese, na perspectiva interna das empresas, pois reflete a política de retenção de lucros da empresa, a capacidade de contenção de custos, a eficiência na utilização de ativos e a estratégia financeira adotada pela organização. Estudos demonstram a relação positiva e

significativa entre a Taxa de Crescimento Sustentável e o *score* ESG (Bagh et al., 2024; Chai et al., 2023; Lin, 2024).

A obtenção deste indicador se dá por meio da seguinte Equação:

$$g^* = P \times R \times A \times T \quad (\text{Eq. 27})$$

Onde, P é a margem de lucro; R é a taxa de retenção de lucros da empresa (*1-payout*); A é o índice de giro do ativo e, T é o índice de ativos em relação ao patrimônio líquido.

Segundo Higgins (2012), a equação informa que a Taxa de Crescimento Sustentável em vendas de uma empresa (g^*) se dá pelo produto de quatro fatores (P , R , A e T). Os fatores P e A representam o desempenho operacional do negócio; R e T representam as principais políticas financeiras da empresa, onde R captura a atitude da gestão em relação à distribuição dos dividendos, e T reflete as políticas referente à alavancagem financeira; g^* é a única taxa de crescimento que é consistente com os valores estáveis dos quatro índices informados. Ainda segundo ao autor, se uma empresa aumentar suas vendas a uma taxa diferente de g^* , um ou mais fatores devem mudar, de modo que, quando uma empresa cresce a uma taxa superior à sua taxa de crescimento sustentável, deve melhorar as suas operações (aumentar a margem de lucro ou a rotação dos ativos) ou preparar-se para alterar/melhorar a sua política financeira (aumentar seu crescimento ou alavancagem financeira). A Tabela 5 descreve cada uma das variáveis abordadas pelo autor.

Tabela 5

Descrição das variáveis da taxa de crescimento sustentável (SG)

Variáveis	Descrição	Fórmulas
Margem de Lucro (P)	Mede a porcentagem de lucro gerado em relação às vendas.	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita}}$
Taxa de Retenção de Lucros (R)	Representa a proporção do lucro líquido que é retida na empresa e não distribuída como dividendos.	$(1 - \text{payout})$
Índice de Giro do Ativo (A)	Mede a eficiência da empresa em utilizar seus ativos para gerar vendas.	$\frac{\text{Receita}}{\text{Ativo Total}}$
Alavancagem Financeira (T)	Reflete a alavancagem financeira mostrando quanto dos ativos são financiados pelo patrimônio.	$\frac{\text{Ativo Total}}{\text{PL}}$

Assim, a combinação de variáveis a partir de dados financeiros específicos, permite calcular a Taxa de Crescimento Sustentável, onde as empresas podem manter a sustentabilidade do negócio sem precisar alterar suas políticas operacionais ou financeiras. Essa taxa indica o máximo que a empresa pode utilizar de seus próprios recursos sem recorrer a empréstimos para alcançar o crescimento, de forma a assumir uma estrutura de capital constante, mantendo um equilíbrio saudável entre receitas, despesas e investimentos (Chai et al., 2023; Higgins, 2012). Ao alcançar a Taxa de Crescimento Sustentável, as empresas evitam a necessidade de buscar financiamento externo excessivo, o que pode levar a uma maior estabilidade financeira e operacional no longo prazo. Além disso, manter essa taxa ajuda a assegurar a continuidade dos negócios e a satisfação dos *stakeholders*, promovendo uma gestão financeira prudente e eficiente (Bagh et al., 2024; Higgins, 2012). Por sua relevância, a Taxa de Crescimento Sustentável é regularmente utilizada para idealizar um crescimento sustentável de longo prazo da organização, com investimento de capital, métodos de financiamento e projeções de fluxo de caixa (Oprean-Stan et al., 2020).

A Taxa de Crescimento Sustentável proposta por Lin (2024) foi analisada, nesta tese, na perspectiva externa das empresas, enfatizando como fatores do ambiente econômico e social influenciam a capacidade de crescimento das empresas. A taxa calculada com base em dados de capital e lucros, reflete a capacidade de uma empresa de crescer de forma sustentável sem depender de financiamento externo, considerando as condições do mercado e as expectativas dos *stakeholders*. Sob essa perspectiva externa, a Taxa de Crescimento Sustentável não apenas considera a política interna de retenção de lucros, mas também como a empresa é percebida em relação às suas práticas ESG. Um desempenho positivo em ESG tende a aumentar a confiança dos investidores e melhorar a reputação da empresa, o que facilita o acesso a capital e reduz custos de financiamento. Isso é especialmente relevante em um contexto em que os investidores estão cada vez mais atentos à sustentabilidade e à responsabilidade corporativa.

A obtenção deste indicador se dá por meio da seguinte Equação (Lin, 2024):

$$SG = \frac{ROE \times (1 - \text{Dividends per share before tax} / \frac{\text{Net Profit}}{\text{Latest Capital Stock}})}{1 - ROE \times (1 - \text{Dividends per share before tax} / \frac{\text{Net Profit}}{\text{Latest Capital Stock}})} \quad (\text{Eq. 28})$$

Onde, SG é a Taxa de Crescimento Sustentável; ROE (*Return on Equity*) é a taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido da empresa ($ROE = \text{Lucro Líquido dividido pelo}$

Patrimônio Líquido; *Dividends per share before tax* refere-se aos dividendos pagos por ação antes da tributação; *Net Profit* é o lucro líquido da empresa e, *Latest Capital Stock* é o capital social mais recente da empresa.

Segundo Lin (2024), a Taxa de Crescimento Sustentável é influenciada por práticas ESG, onde um bom desempenho em ESG melhora a taxa ao promover inovação, reduzir custos de agência e mitigar riscos, contribuindo assim para um crescimento sustentável. Ainda segundo o autor, a governança eficaz, por exemplo, cria um ambiente propício para a inovação, uma vez que boas práticas neste pilar incentivam a criatividade e a eficiência dentro da empresa. Além disso, a transparência nas práticas ESG ajuda a alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas, resultando em uma gestão mais eficiente e, conseqüentemente, em uma Taxa de Crescimento Sustentável mais elevada.

Em testes iniciais para estimar os modelos de regressão propostos, foram utilizados o *score* ESG e sua defasagem temporal de um ano como variáveis explicativas. No entanto, essa especificação gerou um nível significativo de multicolinearidade, verificado pelo elevado Fator de Inflação de Variância (VIF) e pela forte correlação entre ESG_t e ESG_{t-1} . Para mitigar esse problema, foram substituídas as variáveis ESG_t e ESG_{t-1} por variações de ESG em um e dois períodos, respectivamente. Desta forma, foram definidas novas variáveis como $\Delta_1 ESG = [(ESG_t - ESG_{t-1}) / ESG_{t-1}]$ e $\Delta_2 ESG = [(ESG_t - ESG_{t-2}) / ESG_{t-2}]$. Essa abordagem utiliza as diferenças para representar a dinâmica temporal da variável original, reduzindo a correlação entre os regressores. Os resultados mostraram uma diminuição significativa no VIF das variáveis, indicando a resolução do problema de multicolinearidade, sem comprometer a interpretação econômica do modelo. Este mesmo procedimento foi adotado para as variáveis representativas de E (*Environmental*), S (*Social*) e G (*Governance*).

Assim, baseado na fundamentação teórica apresentada, os modelos econométricos utilizados para analisar a relação entre a Taxa de Crescimento Sustentável nas perspectivas interna e externa e o *score* ESG (e seus fatores) estão apresentados na Tabela 6.

As variáveis Tamanho (*Tam*) e Endividamento (*End*) estão sendo utilizadas nos modelos como variáveis de controle e foram incorporadas à análise considerando que fatores adicionais, além dos indicadores ESG, podem impactar o desempenho econômico-financeiro das empresas. O tamanho da empresa é frequentemente utilizado em estudos acadêmicos como uma variável relevante em pesquisas sobre ESG. Empresas com maiores ativos tendem a adotar práticas sustentáveis e têm mais acesso a recursos

financeiros e humanos, o que pode favorecer investimentos em projetos de crescimento e em práticas de ESG. Essa tendência reflete em uma Taxa de Crescimento Sustentável mais elevada, uma vez que as empresas conseguem destinar mais recursos voltados para inovação e expansão (Surroca et al., 2010).

Tabela 6

Modelos econométricos da relação entre a Taxa de Crescimento Sustentável e o score ESG nas perspectivas interna e externa

Perspectiva Interna	Perspectiva Externa
$SG_{Int} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} ESG_i + \theta_2 \Delta_{2t} ESG_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 29})$	$SG_{Ext} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} ESG_i + \theta_2 \Delta_{2t} ESG_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 30})$
$SG_{Int} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} E_i + \theta_2 \Delta_{2t} E_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 31})$	$SG_{Ext} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} E_i + \theta_2 \Delta_{2t} E_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 32})$
$SG_{Int} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} S_i + \theta_2 \Delta_{2t} S_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 33})$	$SG_{Ext} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} S_i + \theta_2 \Delta_{2t} S_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 34})$
$SG_{Int} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} G_i + \theta_2 \Delta_{2t} G_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 35})$	$SG_{Ext} = \alpha + \theta_1 \Delta_{1t} G_i + \theta_2 \Delta_{2t} G_i +$ $End_{i,t} + Tam_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{Eq. 36})$

Nota. θ Representam os coeficientes dos *scores* ESG, E, S e G; Δ_{1t} e Δ_{2t} representam a variação dos *scores* ESG, E, S e G em um ano e em dois anos, respectivamente; i representa a empresa e, t o tempo. *End* (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o Endividamento da empresa (i) no tempo (t), *Tam* representa o Ln (Ativo Total) da empresa (i) no tempo (t).

Segundo Lin (2024), o endividamento de uma empresa pode influenciar de maneira significativa sua Taxa de Crescimento Sustentável. Segundo o autor, o endividamento elevado de uma empresa pode restringir sua capacidade de investimento e inovação, uma vez que uma parte considerável de seus recursos financeiros é direcionada para o pagamento de juros e amortizações. Essa situação pode limitar a flexibilidade financeira da empresa, dificultando a realização de novos projetos que poderiam impulsionar seu crescimento. Ainda conforme o autor, por outro lado, um nível moderado de endividamento pode ser benéfico, pois permite que a empresa utilize recursos externos para financiar suas operações e expandir suas atividades, desde que a gestão do endividamento seja feita de forma adequada. Assim, a relação entre endividamento e a Taxa de Crescimento Sustentável pode apresentar alguma complexidade, visto a possibilidade de variação conforme a estrutura de capital da empresa e sua capacidade de gerar retornos sobre os investimentos realizados (Lin, 2024).

Nesse contexto, a gestão do endividamento também deve considerar o equilíbrio entre o crescimento sustentável e os interesses dos *stakeholders*.

A Taxa de Crescimento Sustentável incentiva um crescimento que seja sustentado sem endividamentos excessivos e alinhado aos interesses dos *stakeholders*. Haja visto que, um crescimento excessivo de forma insustentável pode prejudicar a capacidade de a empresa atender às expectativas de seus *stakeholders* a longo prazo. Assim, as empresas precisam equilibrar o reinvestimento dos lucros com os pagamentos de dividendos mantendo uma estrutura financeira que sustente tanto o crescimento quanto a satisfação dos *stakeholders*.

Na seção seguinte são apresentados os resultados dos modelos propostos nesta tese.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados da pesquisa a partir dos modelos elaborados. Os resultados fornecem importantes perspectivas sobre as hipóteses levantadas e mostram como as variáveis influenciam o fenômeno estudado.

4.1 ESG E VALOR DE MERCADO

Esta seção apresenta os resultados da análise do *score* ESG e seus fatores E, S e G com a métrica do Valor de Mercado, constante na primeira etapa. Na análise de dados em painel foi verificada a seleção do modelo mais adequado entre Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios ou Pooled OLS visando garantir a validade das estimativas.

O teste de *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* apontou que o modelo de Efeitos Aleatórios foi o mais adequado para os dados. Assim, o uso dessa abordagem proporcionou uma análise mais robusta e precisa das variáveis do estudo, permitindo uma compreensão mais clara dos impactos e correlações dentro dos modelos propostos. Essa escolha metodológica destaca a importância de selecionar o modelo estatístico apropriado para garantir a validade e a confiabilidade dos resultados apresentados. Segundo Fávero e Belfiore (2024), o modelo de Efeitos Aleatórios referem-se a tratamentos que são parte integrante da população, constituindo uma amostra aleatória.

A estatística descritiva dos dados coletados é evidenciada na Tabela 7 e apresentam informações relativas ao cálculo geral da média, desvio padrão, mínimo e máximo de cada variável para toda a série temporal quanto a análise do *score* ESG e seus fatores com o Valor de Mercado e com a Persistência dos Lucros.

Tabela 7

Estatística descritiva da variável ESG e seus fatores com o Valor de Mercado e a Persistência dos Lucros

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ESG	25.460	53,512	20,627	0,627	95,731
E	25.460	49,715	27,886	0,000	98,994
S	25.460	54,360	23,907	0,000	98,787
G	25.460	55,636	22,237	0,100	99,428
VM	25.460	1,285	0,980	0,000	3,954
PL	25.460	0,0001	0,345	-0,127	0,129

Nota. ESG: *score* ESG; E: *score* Environmental; S: *score* Social; G: *score* Governance; VM: Valor de Mercado; PL: Persistência dos Lucros.

O *score* ESG apresenta uma média de 53,512, indicando um nível intermediário de desempenho agregado nessas práticas entre as empresas avaliadas. O desvio padrão de 20,627 evidencia uma variação significativa no desempenho ESG entre as empresas, sendo que o menor *score* (Mínimo) registrado foi de 0,627, enquanto o maior (Máximo) atingiu 95,731. O amplo intervalo sugere que há empresas que se destacam na divulgação de práticas ESG, enquanto outras ainda carecem de uma estrutura robusta nessas áreas.

A análise individual dos pilares ESG apresenta algumas variações. O pilar *Environmental* (E) possui uma média de 49,715, sendo o mais disperso entre as dimensões, com um desvio padrão de 27,886, variando de 0,000 a 98,994. Essa elevada dispersão sugere que as práticas ambientais variam amplamente, refletindo diferenças nas políticas adotadas pelas empresas. O *score Social* (S) tem média de 54,360 e desvio padrão de 23,907, indicando um desempenho ligeiramente superior na dimensão social em relação à ambiental, mas ainda com variabilidade significativa, o que pode refletir disparidades nos investimentos sociais e práticas de relacionamento com *stakeholders*.

Já o pilar *Governance* (G) destaca-se com uma média de 55,636 e desvio padrão de 22,237, o que sugere uma maior adoção de práticas de governança entre as empresas em comparação às práticas ambientais e sociais. Esse resultado pode estar associado a uma maior exigência regulatória e a pressões de mercado por estruturas de governança mais robustas, refletindo um alinhamento mais elevado com os padrões de governança corporativa. Conforme aponta DiMaggio e Powell (1983), no aspecto do Isomorfismo Institucional, as empresas tendem a se assemelhar a outras instituições em seu campo de atuação na busca por legitimidade. Esse fenômeno ocorre através de mecanismos de imitação e normas culturais, que direcionam as organizações a adotarem práticas similares para atender às expectativas dos *stakeholders* e garantir sua sobrevivência no mercado competitivo.

A variável Valor de Mercado (VM) apresenta uma média de 1,285 com um desvio padrão de 0,980, e varia de 0,000 a 3,954, indicando uma diversidade no valor atribuído às empresas pelo mercado. Essa dispersão sugere que diferentes investidores têm percepções distintas sobre o valor das empresas, possivelmente influenciadas por suas práticas sustentáveis que, segundo Aydogmus (2022), podem impactar diretamente na sua valorização.

A análise da variabilidade do Valor de Mercado em relação à divulgação de práticas ESG sugere que as percepções sobre sustentabilidade podem ter um impacto

significativo na valorização das empresas no mercado. Portanto, a integração de práticas ESG nas estratégias de investimento das empresas não apenas reflete uma tendência ética crescente, mas também pode ser vista como uma estratégia financeira sólida para maximizar retornos (Chang et al., 2022; Conca et al., 2021; Eccles et al., 2014; Zhou et al., 2022).

Por fim, a Persistência dos Lucros (PL) possui uma média próxima a zero (0,0001) e um desvio padrão de 0,345, com valores oscilando entre -0,127 e 0,129, indicando que para a maioria das empresas a Persistência dos Lucros se mantém baixa. Esse resultado pode sugerir uma baixa estabilidade nos resultados financeiros, possivelmente em função de incertezas no ambiente de negócios ou de variações nos investimentos em práticas ESG. Assim, a baixa persistência dos lucros pode refletir a volatilidade inerente ao mercado e a capacidade de as empresas se adaptarem rapidamente às mudanças, evidenciando a importância de uma gestão eficiente e estratégias bem definidas para manter uma performance financeira sólida a longo prazo (Longsheng & Hui, 2022; Ma & Yoo, 2022; Tohang et al., 2024).

A Tabela 8 apresenta a síntese dos resultados da análise direcionada para a investigação da relevância da informação contábil com o Valor de Mercado na perspectiva externa das empresas.

Tabela 8

Relação da relevância da informação contábil com o score ESG e seus fatores na perspectiva externa

Perspectiva Externa (R² VM)	ESG	E	S	G
TIME	-0,0001	-0,003***	0,0003	0,0383
Estatística F	0,8233	0,000	0,4442	0,3317
R ²	0,0001	0,0530	0,0011	0,0032

Nota. R²_VM: variável relevância da informação contábil na perspectiva externa a partir do Valor de Mercado; TIME: variável representativa do tempo analisado. Modelo referente as Equações 19 a 22.

Os resultados apresentados na Tabela 8 revelam que a variável E (*Environmental*), relacionada as práticas ambientais, apresentou uma relação negativa e significativa com a variável dependente relevância da informação contábil (R²_VM). Este resultado negativo pode ser compreendido à luz das três concepções de institucionalização de Scott (2014), onde a institucionalização das práticas ambientais, embora possa ser percebida

como uma resposta a pressões regulatórias, pode não refletir um compromisso genuíno com a sustentabilidade. Na medida em que as empresas adotam práticas ambientais apenas para atender a exigências externas, sem o devido processo de internalização organizacional dessas práticas, poderá ocorrer uma percepção negativa entre os *stakeholders*, que incluem investidores, consumidores e a sociedade em geral.

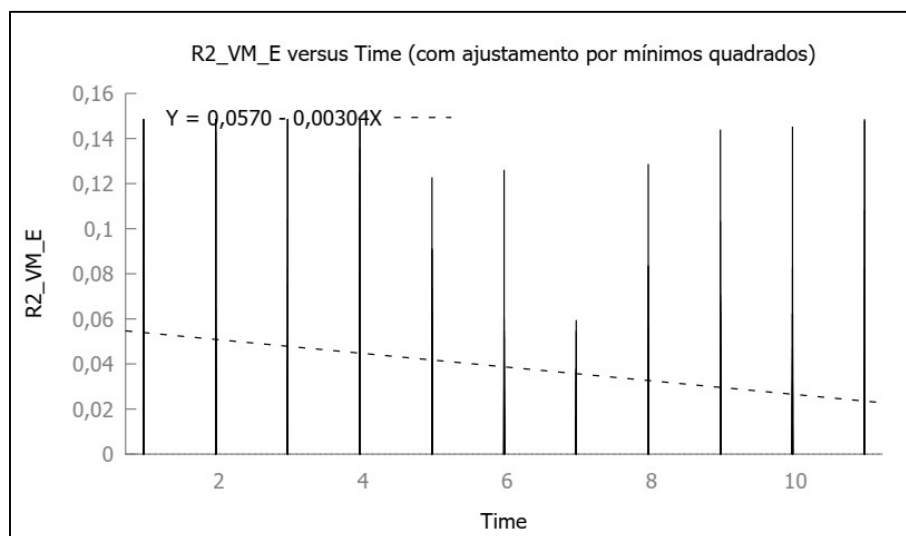
A Teoria Institucional enfatiza que a eficácia da implementação de processos, como as práticas ESG, está intrinsecamente ligada à sua aceitação e internalização na cultura organizacional corporativa (Bilyay-Erdogan, 2022; Helfaya et al., 2023; Scott, 2014). Desta forma, se uma empresa implementar um programa abrangente de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) que inclua iniciativas voltadas para a redução de emissões de carbono, promoção da diversidade no local de trabalho e fortalecimento da Governança Corporativa e, a implementação dessas práticas for realizada de maneira fragmentada com diferentes departamentos adotando abordagens distintas e, em alguns casos, até mesmo contraditórias, a falta de coesão e alinhamento neste processo poderá gerar uma percepção de superficialidade por parte dos *stakeholders*, incluindo investidores e consumidores.

Neste caso, a ausência de uma divulgação consistente e integrada sobre as práticas ESG da entidade ocasionará desconfiança generalizada em relação à autenticidade de suas iniciativas. Por consequência, esta mesma entidade não conseguirá demonstrar um impacto positivo na relevância da informação contábil por meio de práticas ambientais institucionalizadas, que reflitam em uma valorização de mercado e, em alguns casos, poderia ocorrer até mesmo uma estagnação ou desvalorização de seu valor.

A Figura 14 apresenta, graficamente, a relação do pilar E (*Environmental*) com a Relevância da Informação Contábil no período analisado. É possível notar na Figura 13 a reta (tracejada) decrescente demonstrando que em relação ao tempo a relevância da divulgação das práticas ambientais para a informação contábil está reduzindo, assim como Aydogmus et al. (2022) e Miralles-Quirós (2019) não encontraram relação positiva e significativa do *score* E com o Valor de Mercado.

Figura 14

Relação do pilar Environmental (E) com a Relevância da Informação Contábil



Nota. R²_VM_E: variável Relevância da Informação Contábil na perspectiva externa a partir das práticas ambientais (E); Time: variável representativa do tempo analisado; Eixo Y: equivalente ao R²_VM_E previsto no modelo de regressão (Eq. 20); Eixo X: coeficiente da variável TIME no modelo de regressão.

Este resultado possibilita inferir que os agentes econômicos que se utilizam das informações financeiras das empresas para tomada de decisão buscam autenticidade e a eficácia nas práticas ambientais que são divulgadas, e a falta de elementos que demonstrem que a institucionalização destas práticas se dá por razões que excedam as pressões ou obrigações legais pode comprometer a credibilidade da informação.

Um dos fatores que contribuem para essa percepção negativa é o *greenwashing*, que se refere ao uso enganoso de rótulos, propagandas ou certificações ambientais para criar uma falsa imagem de compromisso com a sustentabilidade. Essa prática pode levar à desconfiança de consumidores e investidores, resultando em consequências ruins para as empresas, como perda de credibilidade e diminuição do valor de mercado. De acordo com Li et al. (2022), quando os investidores percebem superficialidade nas práticas ambientais, isso pode impactar diretamente o preço que estão dispostos a pagar pelas ações da empresa, refletindo uma percepção maior de risco. Desta forma, a relação negativa com a variável relevância da informação contábil pode sugerir que a superficialidade nas práticas ambientais corporativas gera impacto no preço que o investidor está disposto a pagar, refletindo uma percepção de maior risco e, consequentemente, um impacto negativo no Valor de Mercado da empresa.

Ainda é possível observar na Tabela 8 que a relação das variáveis ESG, S e G com a relevância da informação contábil derivada da perspectiva externa apresenta ausência de significância estatística. A inexistência de relação significativa entre estas variáveis pode se dar pela falta de legitimidade ou inadequação na implementação de tais práticas como percebida pelos *stakeholders*, visto que, segundo E-Vahdati et al. (2023), a eficácia destas práticas em uma corporação depende de sua aceitação e internalização na cultura organizacional. Adicionalmente, observa-se que a fragilidade da legislação e a recorrência de escândalos corporativos nas últimas duas décadas podem desempenhar papel significativo nessa dinâmica.

A desconfiança gerada em casos com grande repercussão na mídia por fraudes e má gestão, como os escândalos da *Enron Corporation* e da *Lehman Brothers Holdings Inc.* e mais recentemente da *Wirecard AG* envolvendo fraude contábil e da *Evergrande Group* relacionado à gestão de dívidas excessivas e falta de transparência financeira, podem resultar no ceticismo generalizado em relação à transparência e à integridade das informações financeiras divulgadas pelas empresas. Esse contexto de desconfiança impulsiona os *stakeholders* a questionarem a autenticidade das práticas ESG adotadas, especialmente quando estas são percebidas como meras respostas a pressões regulatórias ou tentativas de *greenwashing*.

Após análise do *score* ESG e seus fatores E, S e G com a métrica do Valor de Mercado e a relevância da informação contábil, a seguir apresenta-se a mesma relação com a Persistência dos Lucros, em uma perspectiva interna das empresas.

4.2 ESG E PERSISTÊNCIA DOS LUCROS

Esta seção apresenta os resultados da análise do *score* ESG e seus fatores E, S e G com a métrica da Persistência dos Lucros. Como parte da primeira etapa, a análise de tais relacionamentos também foi realizada mediante dados em painel, com modelo de análise de Efeitos Aleatórios. Na Tabela 9 são apresentados os resultados dos modelos que avaliam a relação da relevância da informação contábil, derivada de uma perspectiva interna de associação entre as práticas ESG e seus pilares e a variável persistência nos lucros, com o tempo.

Tabela 9

Relação da relevância da informação contábil com o score ESG e seus fatores na perspectiva interna

Perspectiva Interna (R² PL)	ESG	E	S	G
TIME	-0,0010	-0,0016**	-0,0001	0,1445**
Estatística F	0,1203	0,0237	0,8480	0,0461
R ²	0,0083	0,0175	0,0001	0,0156

Nota. R²_PL: variável relevância da informação contábil na perspectiva externa a partir da Persistência dos Lucros; TIME: variável tempo. Modelo referente as Equações 23 a 26.

Os resultados apresentados evidenciam que a variável derivada das práticas ambientais (E) apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa com tempo. Observa-se, a partir deste resultado, que a institucionalização de práticas ambientais, impulsionada por pressões coercitivas e normativas, pode ter um impacto adverso na relevância das informações financeiras.

A luz da Teoria Institucional (Bilyay-Erdogan, 2022; DiMaggio & Powell, 1983; Helfaya et al., 2023; Ioannou & Serafeim, 2017; Scott, 2014), a adoção de práticas ambientais frequentemente ocorre em resposta a regulamentações ou expectativas sociais impostas externamente, como exigências legais para reduzir emissões de carbono ou adotar tecnologias de produção limpa. Esses cenários geram custos elevados e imediatos, devido à necessidade de investir em novas tecnologias ou processos, o que pode pressionar as margens de lucro no curto prazo (Grewal et al., 2016).

Hipoteticamente, uma empresa do setor industrial pode ser obrigada a implementar sistemas de controle de poluição mais rigorosos em conformidade com novas leis ambientais, e embora tais medidas sejam necessárias para manutenção de sua legitimidade e para evitar sanções, elas podem aumentar significativamente os custos operacionais, em função, por exemplo, do aumento dos custos e despesas com depreciação e amortização, reduzindo a previsibilidade dos lucros devido às incertezas associadas ao retorno desses investimentos.

Observa-se ainda que em setores fortemente regulamentados, as frequentes mudanças nas normas ambientais podem exigir ajustes contínuos, gerando ineficiências e afetando a estabilidade financeira das organizações. Estes impactos ilustram como a busca por legitimidade, através da institucionalização de práticas ambientais consideradas elementares por diversos agentes econômicos que interagem com a instituição, embora essenciais para a sustentabilidade a longo prazo, podem dificultar a manutenção de

resultados consistentes em curto e médio prazos, reduzindo a qualidade da informação contábil. Entretanto, se houver a institucionalização das práticas ambientais nas empresas visando, o que aponta Scott (2014), a Institucionalização Baseada em Compromissos Crescentes, as empresas se comprometeriam com a adoção e divulgação de tais práticas a ponto de consolidar sua legitimidade no mercado ao longo do tempo.

É possível observar ainda na Tabela 9 e na Figura 15 (a seguir) que a relevância da informação contábil derivada do *score Governance* (G) apresentou uma relação positiva e significativa com o tempo, contrário ao resultado evidenciado por Setyahuni e Handayani (2020) e Conca et al. (2021) que não identificaram tal relação. No entanto, este resultado corrobora com os estudos de Aydogmus et al. (2022), Miralles-Quirós (2018), Miralles Quirós (2019), Park e Kim (2020) e Setyahuni e Handayani (2020), que evidenciaram que a adoção de práticas de governança corporativa em uma organização, principalmente aquelas que estejam direcionadas ao aumento de transparência e melhoria no sistema de controle interno, tendem a promover a estabilidade financeira e a confiança dos investidores.

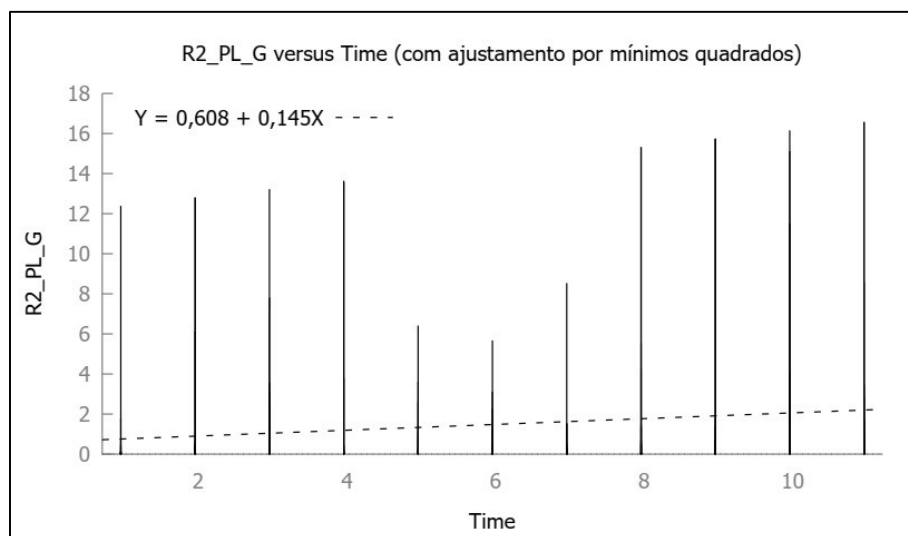
A análise é consistente com a concepção de DiMaggio e Powell (2005) e Scott (2014) sobre o processo de institucionalização de práticas organizacionais, onde práticas amplamente aceitas e legitimadas, como boas práticas de governança corporativa, resultam em vantagens competitivas sustentáveis. A relação positiva sugere que as empresas com estruturas de governança sólidas possuem maior capacidade de manter ganhos consistentes ao longo do tempo, devido à melhor gestão de riscos e maior credibilidade do mercado financeiro.

Ainda na Tabela 9, os resultados apresentados acerca da relevância da informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG (*score ESG*) e do pilar *Social* (S) demonstram que suas relações com o tempo não possuem significância estatística. Esse resultado denota que o impacto das práticas ESG pode variar substancialmente entre setores e regiões, não apresentando um efeito uniforme sobre a qualidade das informações financeiras, assim como inferido por Conca et al. (2021) que o efeito negativo do fator G sugere variação significativa a depender dos setores e contextos geográficos analisados.

A Figura 15 apresenta, graficamente, a relação do pilar G (*Governance*) com a Relevância da Informação Contábil no período analisado.

Figura 15

Relação do pilar Governance (G) com a Relevância da Informação Contábil



Nota. R²_PL_G: variável relevância da informação contábil na perspectiva externa a partir das práticas de governança (G); Time: variável representativa do tempo analisado; Eixo Y: equivalente ao R²_PL_G previsto no modelo de regressão (Eq. 26); Eixo X: coeficiente da variável TIME no modelo de regressão.

Observa-se ainda que a falta de significância na relação com as práticas sociais (S) pode refletir a natureza intangível de benefícios sociais, que podem não se traduzir diretamente em indicadores financeiros de curto e médio prazos. Do mesmo modo, nota-se também que as práticas ESG globais podem ser adotadas pelas organizações com o objetivo maior de cumprir exigências normativas em detrimento de gerar impacto financeiro direto, visto às pressões normativas e imitativas na busca por legitimidade, conforme apontado por DiMaggio e Powell (1983) e Scott (2014), o que fornece uma explicação para estes resultados.

Após análise do *score* ESG e seus fatores E, S e G com a métrica de Persistência dos Lucros e a relevância da informação contábil, a seguir apresenta-se a relação com a Taxa de Crescimento Sustentável, em uma perspectiva interna e externa das empresas.

4.3 ESG E TAXA DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL

Quanto a seleção da abordagem mais adequada entre Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios ou Pooled OLS, considerando a análise proposta nesta seção, o teste F para Efeitos Fixos e os testes de *Hausman* e *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM) apontaram que o modelo de Efeitos Fixos é o mais adequado para esta análise. Assim, o

uso desta abordagem proporcionou estimativas mais consistentes e robustas, de forma a garantir a qualidade da inferência estatística. Segundo Fávero e Belfiore (2024), o modelo de Efeitos Fixos se destaca quando há características inobserváveis das unidades amostrais que são constantes ao longo do tempo, mas podem estar correlacionadas com as variáveis explicativas.

A estatística descritiva dos dados para análise proposta nesta seção é demonstrada na Tabela 10 e apresenta informações relevantes acerca do cálculo geral da média, desvio padrão, mínimo e máximo de cada variável, para toda a série temporal quanto a análise do *score* ESG e seus fatores com a Taxa de Crescimento Sustentável (SG).

Tabela 10

Estatística descritiva da variável ESG e seus fatores com a Taxa de Crescimento Sustentável (SG) Externa e Interna

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
SG_Ext.	17.630	0,191	0,367	-2,382	6,865
SG_Int.	17.630	0,028	0,228	-13,554	10,447
ESG	17.630	55,160	17,534	2,374	94,972
Δ_1 ESG	17.630	0,048	0,222	-0,864	6,531
Δ_2 ESG	17.630	0,098	0,298	-0,849	7,230
<i>Environmental</i>	17.630	56,980	23,872	0	99,059
Δ_1 Env.	17.630	0,114	1,215	-1	109,234
Δ_2 Env.	17.630	0,268	2,440	-1	169,736
<i>Social</i>	17.630	58,785	22,145	0,782	98,650
Δ_1 Soc.	17.630	0,072	0,444	-0,959	33,201
Δ_2 Soc.	17.630	0,156	0,739	-0,955	35,190
<i>Governance</i>	17.630	58,241	21,098	0,101	99,408
Δ_1 Gov.	17.630	0,065	0,352	-0,991	11,135
Δ_2 Gov.	17.630	0,122	0,617	-0,962	48,130
Endividamento	17.630	0,933	1,011	0	4,028
Tamanho	17.630	24,448	1,550	16,381	29,806
Dum_Economia	17.630	0,597	0,491	0	1
Dum_Setor	17.630	0,286	0,452	0	1
nCountry	17.630	15,093	7,496	1	23

Nota. SG_Ext.: Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa; SG_Int.: Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna; Δ_1 : variação do *score* ESG, E (Env.), S (Soc.) e G (Gov.) em um ano; Δ_2 : variação do *score* ESG, E (Env.), S (Soc.) e G (Gov.) em dois anos; Endividamento e Tamanho: variáveis de controle; Dum_Economia: *dummy* 0 (zero) para economias não desenvolvidas e 1 para economias desenvolvidas; Dum_Setor: *dummy* 0 (zero) para setores não ambientalmente sensíveis e 1 para setores ambientalmente sensíveis; nCountry: número de países da amostra.

A Taxa de Crescimento Sustentável demonstra a capacidade de as empresas crescerem sem alterar sua estrutura de capital (Higgins, 2012). Observa-se, desta forma, que a variável SG_Ext. apresenta uma média de 0,191, indicando que as empresas conseguem crescer cerca de 19,1% de maneira sustentável. O desvio padrão de 0,367

mostra a variação significativa em torno dessa média, sugerindo que nem todas as empresas conseguem manter um ritmo constante de crescimento sustentável, visto que empresas maiores podem ter mais facilidade em acessar financiamentos no mercado de capitais, enquanto empresas menores podem enfrentar restrições por vezes impostas pelo próprio ambiente institucional (Scott, 2014). O valor máximo de 6,865 sugere que algumas empresas possuem alta capacidade de crescimento sustentável, ao manter ou aumentar o Lucro Líquido no período analisado. Já o valor mínimo negativo (-2,382) pode refletir empresas com dificuldade de manter um crescimento sustentável sem dependência de financiamentos externos apresentando resultados decrescentes.

A variável $SG_Int.$ indica a capacidade de crescimento sustentável das empresas com base nos recursos internos sem recorrer a financiamentos externos como dívidas ou emissão de novas ações. A média próxima de zero, de 0,028, pode indicar que em geral as empresas analisadas não conseguem sustentar um crescimento interno significativo, sugerindo que as empresas que não conseguem gerar lucros suficientes apresentam dificuldades em financiar o próprio crescimento, recorrendo a fontes externas. Ou ainda, que empresas que possuem altos custos operacionais podem ter dificuldade em acumular reservas financeiras para elevar ou manter seu crescimento, resultando em uma Taxa de Crescimento Sustentável relativamente baixa (Higgins, 2012; Seifert & Vizeu, 2015). O desvio padrão dessa variável, 0,228, sugere que há variações consideráveis entre as empresas com perfis financeiros diferentes. Empresas pertencentes a setores que necessitam de investimento de capital expressivo como indústrias de manufatura, podem necessitar de maior quantidade de recursos para crescer de maneira sustentável, enquanto empresas em setores com menor intensidade de recursos, como serviços, podem conseguir crescer mais facilmente com recursos internos (Baumol, 2010; Eccles et al., 2014).

As variáveis Δ_1ESG e Δ_2ESG medem a variação do *score* ESG das empresas no período de um ano e no período de dois anos, respectivamente. A média positiva das variáveis Δ_1ESG (0,048) e Δ_2ESG (0,098) sugere que, em geral, as empresas apresentaram melhora em seus *scores* ESG em períodos considerados de curto e médio prazo. Tal resultado pode refletir um aumento da pressão regulatória imposta por governos e reguladores por transparência e melhorias nas práticas ESG, pressionando as empresas a se adaptarem, corroborando com Isomorfismo Coercitivo apresentado por DiMaggio e Powell (1983). O desvio padrão de Δ_1ESG (0,222) e de Δ_2ESG (0,298) demonstra uma dispersão nos resultados indicando que o desempenho ESG varia

significativamente entre as empresas, sugerindo que empresas com maior exposição a questões ESG, como mineração ou energia, podem apresentar dificuldades em melhorar seus *scores* ESG no curto prazo, enquanto empresas em setores menos impactados podem apresentar uma evolução mais constante (Eccles et al., 2014).

Os fatores E, S e G avaliados separadamente mostram pontuações médias em torno de 56 a 58 sugerindo que as empresas têm desempenho moderado nos três pilares do *score* ESG. As variações desses fatores ($\Delta_1\text{Env}$, $\Delta_2\text{Env}$, $\Delta_1\text{Soc}$, $\Delta_2\text{Soc}$, $\Delta_1\text{Gov}$ e $\Delta_2\text{Gov}$) indicam pequenas mudanças nos *scores* no curto prazo, mas algumas empresas alcançam melhorias significativas em fatores específicos, como demonstra a variação máxima de $\Delta_1\text{Env}$ (109,234) e $\Delta_2\text{Env}$ (169,736), sugerindo que algumas empresas conseguiram grandes melhorias em suas práticas ambientais, como por exemplo, as decorrentes de tecnologia limpa ou implementação de práticas inovadoras que reduziram seu impacto ambiental (Eccles et al., 2014; Ioannou & Serafeim, 2012).

Neste sentido, devido aos benefícios de sua reputação perante os *stakeholders*, tais empresas tendem a institucionalizar as práticas ambientais ao longo do tempo, dado os benefícios que se acumulam, conforme demonstrado por Scott (2014) em relação a Institucionalização Baseada em Retornos Crescentes. As variáveis $\Delta_1\text{Gov}$ e $\Delta_2\text{Gov}$ apresentaram as menores variações entre os três fatores, denotando que as mudanças nas práticas de Governança são geralmente mais lentas e graduais, refletindo estabilidade ou resistência das estruturas empresariais de Governança Corporativa (Aguilera et al., 2006). Porém, os valores extremos entre mínimo (-0,993) e máximo (13,671) da $\Delta_2\text{Gov}$ podem sugerir que parte dessas empresas pode ter enfrentado crises significativas de governança ou fraquezas em suas estruturas de controle e, parte apresentaram melhoras em suas práticas de governança a partir de mudanças estruturais significativas como, por exemplo, conselhos mais independentes ou práticas de governança mais transparentes e robustas (Chai et al., 2023; Eccles et al., 2014; Lin, 2024).

A variável de controle Endividamento, apresentou uma média próxima de 1 (0,9333) sugerindo que, em média, as empresas possuem equilíbrio entre dívida e patrimônio, indicando que o uso da alavancagem financeira é realizado de forma moderada, o que traduz uma estrutura financeira saudável. Já a variável Tamanho não apresentou grande dispersão dos dados apresentando média elevada (24,488), indicando que a amostra inclui, predominantemente, empresas de grande porte. Empresas maiores geralmente possuem mais recursos e capacidade para investir em práticas ESG.

A Tabela 11 apresenta a matriz de correlação, com a significância das relações entre as variáveis analisadas. As correlações variam entre -1 e 1, onde valores próximos de -1 indicam uma correlação negativa forte, valores próximos de 1 indicam uma correlação positiva forte, e valores próximos de 0 (zero) indicam uma relação fraca ou inexistente (Fávero & Belfiore, 2024). Neste sentido, a matriz apresenta uma correlação positiva (0,5446) entre as variáveis $\Delta_1\text{ESG}$ e $\Delta_2\text{ESG}$ indicando que as empresas obtiveram melhorias no *score* ESG no curto prazo e melhoraram significativamente no médio prazo. Esta correlação sugere consistência nas melhorias da divulgação das práticas ESG no curto prazo, supostamente por meio da institucionalização destas condutas nas empresas.

A correlação entre as variáveis $\Delta_1\text{Gov}$ e $\Delta_2\text{Gov}$ foi considerada forte (0,5447), indicando uma melhora significativa nas práticas de governança das empresas no médio prazo. Esse resultado sugere que as mudanças nesse pilar, como maior transparência e fortalecimento do *compliance*⁸, tendem a ser cumulativas e estáveis ao longo do tempo, tornando-se gradualmente institucionalizadas nas práticas ESG da organização. A robustez dessa correlação aponta para uma consolidação das iniciativas de governança, refletindo um compromisso contínuo com a evolução desses parâmetros.

⁸ *Compliance* refere-se a práticas organizacionais e regulatórias adotadas para garantir que tanto entidades corporativas quanto indivíduos cumpram normas, regras e padrões éticos (Gray & Silbey, 2014).

Tabela 11

Matriz de correlação das variáveis ESG e seus fatores e a Taxa de Crescimento Sustentável

Variáveis	SG_Ext.	SG_Int.	Δ_1 ESG	Δ_2 ESG	Δ_1 Env.	Δ_2 Env.	Δ_1 Soc.	Δ_2 Soc.	Δ_1 Gov.	Δ_2 Gov.	Endividamento	Tamanho
SG_Ext.	1											
SG_Int.	0,1736 ***	1										
Δ_1 ESG	0,3508 ***	0,2314 ***	1									
Δ_2 ESG	0,1829 ***	0,2794 ***	0,5446 ***	1								
Δ_1 Env.	0,0605 ***	0,1248 ***	0,1790 ***	0,1661 ***	1							
Δ_2 Env.	0,0651 ***	0,0792 ***	0,1310 ***	0,2246 ***	0,2077 ***	1						
Δ_1 Soc.	0,2074 ***	-0,0639 ***	0,4544 ***	0,2990 ***	0,1358 ***	0,0684 ***	1					
Δ_2 Soc.	0,0874 ***	0,1735 ***	0,2557 ***	0,4880 ***	0,1134 ***	0,1044 ***	0,4975 ***	1				
Δ_1 Gov.	0,1675 ***	0,1414 ***	0,4348 ***	0,2614 ***	0,0185 **	0,0186 **	0,1074 ***	0,0591 ***	1			
Δ_2 Gov.	0,0739 ***	0,1411 ***	0,2103 ***	0,3778 ***	0,0268 ***	0,0330 ***	0,0606 ***	0,0983 ***	0,5447 ***	1		
Endividamento	-0,0023	-0,0347 ***	-0,0123	-0,0166 **	-0,0095	-0,0055	-0,0042	-0,0124	-0,0010	0,0057	1	
Tamanho	-0,0032	-0,0195 ***	-0,0509 ***	-0,0779 ***	-0,0413 ***	-0,0484 ***	-0,0434 ***	-0,0587 ***	-0,0425 ***	-0,0443 ***	0,2276 ***	1

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Ext.: Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa; SG_Int.: Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna; Δ_1 : variação do *score* ESG, E (Env.), S (Soc.) e G (Gov.) em um ano; Δ_2 : variação do *score* ESG, E (Env.), S (Soc.) e G (Gov.) em dois anos; Endividamento e Tamanho: variáveis de controle.

A análise da correlação entre as variáveis SG_Ext (Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva Externa) e SG_Int (Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva Interna) com os *scores* ESG e seus fatores revela que tanto o crescimento sustentável interno quanto o externo estão moderadamente associados à melhora nas práticas ESG. A correlação da variável SG_Int com as variáveis Δ_1 ESG (0,2314) e Δ_2 ESG (0,2794) também apresentaram correlações moderadas, sugerindo que o crescimento sustentável interno também está relacionado a melhorias nos *scores* ESG. Isso indica que empresas que investem internamente em suas operações buscam aumentar sua eficiência e tendem a fazer melhorias em suas práticas ESG de forma consistente.

Observa-se que a correlação entre a variável SG_Int e a variável Δ_1 E apresentou maior correlação (0,1248), quando comparada com a variável Δ_2 _E (0,0792). Essa relação indica que as práticas ambientais recentemente divulgadas estão mais fortemente associadas ao crescimento sustentável das empresas, em comparação com aquelas implementadas em um período a médio prazo. Essa relação ratifica os resultados de Oprean-Stan et al. (2020), que identificou uma relação significativa entre a divulgação de práticas ambientais e a Taxa de Crescimento Sustentável, sugerindo que a implementação de práticas mais recentes podem impactar de forma direta e positiva no desempenho sustentável das empresas.

Na análise da variável SG_Ext com a variável Δ_1 Soc a correlação mostrou uma relação positiva e significativa (0,2074), e quando comparada com a variável Δ_2 _Soc essa relação apresentou um coeficiente de correlação menor (0,0874). A diferença dessas relações temporais da divulgação de práticas sociais possibilita compreender a dinâmica da divulgação de práticas ESG e seu impacto temporal no desempenho corporativo. A variação das práticas mais recentes sugere uma influência mais imediata sobre a Taxa de Crescimento Sustentável externa. A relação positiva apresentada corrobora os resultados da pesquisa de Lin (2024), que verificou uma relação positiva e significativa da Taxa de Crescimento Sustentável com a divulgação de práticas sociais.

Semelhantemente, na análise da correlação entre a variável SG_Ext com a variável Δ_1 Gov, observa-se uma diferença significativa entre a influência da divulgação das práticas de governança mais recentes quando comparadas com as divulgadas em períodos anteriores. A correlação para Δ_1 Gov foi de 0,1675, enquanto para Δ_2 Gov foi de 0,0739, sugerindo que as práticas de governança divulgadas mais recentemente têm relação mais forte com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa do que as implementadas e divulgadas a mais tempo. Esse resultado também corrobora com as

conclusões de Lin (2024), que destaca a importância da divulgação das práticas de governança atualizadas para elevar ou manter o desempenho sustentável das empresas, evidenciando que a transparência e a eficácia nas práticas de governança são fundamentais para impulsionar a Taxa de Crescimento Sustentável em um ambiente competitivo e em constante mudança.

As demais correlações observadas entre as variáveis SG_Int e SG_Ext com as variações ESG, E, S G demonstram uma relação positiva e significativa, mas predominantemente fraca. A SG_Ext apresentou a correlação positiva mais expressiva com as variações nos *scores* ESG (Δ_1 ESG: 0,3508 e Δ_2 ESG: 0,1829), o que sugere que as empresas que crescem externamente tendem a melhorar de forma mais significativa suas práticas ESG. No que tange a divulgação de práticas ambientais, a correlação com a variável SG_Ext mostrou uma fraca relação com as variações Δ_1 E (0,0605) e Δ_2 ESG (0,0651). A relação da variável SG_Int com a variável Δ_1 Soc revelou uma correlação negativa (-0,0639) e, a correlação com a variável com Δ_2 _Gov apontou uma relação positiva e significativa em ambas as variações, porém, praticamente iguais (Δ_1 Gov: 0,1414 e Δ_2 Gov: 0,1411).

Na análise da correlação entre o Tamanho da empresa, o nível de Endividamento e as Taxas de Crescimento Sustentável, tanto na perspectiva interna (SG_Int) quanto externa (SG_Ext), os coeficientes de correlação de *Pearson* revelaram valores muito próximos de zero, com inclinações levemente negativas. Para a variável Tamanho foi encontrada uma correlação de -0,0195 com a variável SG_Int e de -0,0032 com a variável SG_Ext. Já para a variável de controle Endividamento, as correlações foram de -0,0347 e -0,0023, respectivamente com as variáveis SG_Int e SG_Ext.

Com o objetivo de analisar a relação entre a Taxa de Crescimento Sustentável, tanto na perspectiva interna quanto externa, com as variações do ESG (e seus fatores), bem como com as variáveis de controle (Endividamento e Tamanho), foram desenvolvidos e aplicados modelos de análise que são descritos e analisados a seguir.

4.3.1 ESG e Taxa de Crescimento Sustentável Interna

A Taxa de Crescimento Sustentável analisada nesta tese na perspectiva interna refere-se ao crescimento sustentável das empresas maximizando a eficiência operacional sem depender excessivamente de financiamento externo (Higgins, 2012). A Tabela 12

apresenta a relação entre a variação do *score* ESG com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna.

Tabela 12

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna com a variação do score ESG

SG_Int	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1 ESG	0,2122***		0,1109***	0,1108***
Δ_2 ESG		0,1972***	0,1534***	0,1532***
Endividamento Tamanho				-0,0108***
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0535	0,0781	0,0870	0,0874

Nota. ***, **, * é significante ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Int representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna; Δ_1 ESG e Δ_2 ESG representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 29.

É possível observar na Tabela 12 que a estatística F indica que todos os modelos são significativos ao nível de 1%, com os valores de R² variando entre 0,0535 e 0,0874, sugerindo que as variáveis explicativas contribuem moderadamente para explicar a relação com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna.

No primeiro modelo (1), foi considerada apenas a variação anual de curto prazo do *score* ESG (Δ_1 ESG), que apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa com SG_Int (coeficiente de 0,2122). Esse resultado indica que empresas que apresentam melhorias no *score* ESG de um ano para o outro tendem a ter uma Taxa de Crescimento Sustentável mais elevada, reforçando a importância da divulgação das práticas ESG para o desempenho sustentável das organizações. O segundo modelo (2) analisou a variação a médio prazo do *score* ESG (Δ_2 ESG), e o coeficiente estimado (0,1972) também foi positivo e significativo, sugerindo que as melhorias no desempenho ESG ao longo de dois anos estão associadas a Taxa de Crescimento Sustentável interna.

No terceiro modelo (3) ambas as variáveis (Δ_1 ESG e Δ_2 ESG) foram analisadas simultaneamente. Seus coeficientes (0,2209 e 0,1534, respectivamente) permanecem positivos e significativos, ainda que menores em magnitude em relação aos modelos individuais. Esses resultados sugerem que as melhorias na variação do *score* ESG, tanto no curto quanto no médio prazo, contribuem para o crescimento sustentável das empresas,

mas o impacto relativo das variações no curto e médio prazo diminui, quando consideradas conjuntamente.

Por fim, o quarto modelo (4), além das variações de ESG, foram incluídas as variáveis de controle Endividamento e Tamanho. O Endividamento mostrou uma relação negativa e estatisticamente significativa com SG_Int (coeficiente de -0,0108), sugerindo que empresas mais endividadas têm menor capacidade de sustentar o crescimento de forma interna, devido à pressão financeira exercida pelo pagamento de dívidas (Fan et al., 2012). Já a variável Tamanho não apresentou significância estatística (-0,00008), indicando que, neste modelo, o tamanho do ativo não tem impacto relevante sobre a Taxa de Crescimento Sustentável das empresas na perspectiva interna.

A Tabela 13 apresenta os resultados da relação entre a variação do *score* E com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna.

Tabela 13

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Environmental (E)

SG_Int	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1E	0,0229***		0,0215***	0,0214***
Δ_2E		0,0065***	0,0049***	0,0048***
Endividamento				-0,0110***
Tamanho				-0,0053
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0156	0,0063	0,0185	0,0184

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Int representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna; Δ_1E e Δ_2E representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 31.

Os resultados da análise de regressão apresentados evidenciam a influência das variações das práticas ambientais (Δ_1E e Δ_2E) com a Taxa de Crescimento Sustentável (SG_Int). Os modelos analisados apresentam significância ao nível de 1%, com os valores de R² variando entre 0,0063 e 0,0185. Verifica-se que nos modelos a relação entre a variável SG_Int e as variáveis independentes (Δ_1E e Δ_2E) possuem coeficientes positivos e significativos, destacando-se que em todas as relações propostas a variável Δ_1E apresentou maior relação com a Taxa de Crescimento Sustentável em relação as demais variáveis nos modelos.

Esse resultado sugere que a divulgação de práticas ambientais divulgadas recentemente possui maior relação com a Taxa de Crescimento Sustentável, sendo possível inferir que ações voltadas às práticas ambientais mais recentes têm impacto positivo direto na capacidade das empresas de promover um crescimento sustentável. O quarto modelo (4), que inclui as variáveis de controle Endividamento e Tamanho, apresentou uma correlação negativa e significativa entre Endividamento e SG_Int (-0,0110), indicando que empresas mais endividadas enfrentam maior dificuldade em manter um crescimento sustentável. O Tamanho da empresa, por outro lado, não foi estatisticamente significativo (-0,0053), sugerindo que, no contexto desta análise, o porte da empresa não tem um impacto relevante sobre a sua capacidade de crescimento sustentável.

A Tabela 14 apresenta os resultados da relação entre a variação do *score* S com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna.

Tabela 14

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Social (S)

SG_Int	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta_1 S$	-0,0448***		-0,1013***	-0,1014***
$\Delta_2 S$		0,0539***	0,0814***	0,0812***
Endividamento				-0,0110***
Tamanho				-0,0061
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0041	0,0301	0,0601	0,0592

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Int representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna; $\Delta_1 S$ e $\Delta_2 S$ representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 33.

A análise da regressão da variável SG_Int com as variáveis independentes $\Delta_1 S$ e $\Delta_2 S$ demonstra que os investimentos sociais podem gerar impactos negativos no crescimento sustentável no período mais recente, devido a seus custos de implementação, enquanto os benefícios a médio prazo são evidentes à medida que as práticas sociais se consolidam e geram retornos para a empresa, assim como as concepções de institucionalização abordadas por Scott (2014). Neste sentido, a implementação e divulgação de práticas sociais robustas, quando implementadas de forma eficaz, tendem a fortalecer a reputação da empresa, melhorar a satisfação dos empregados e aumentar o

engajamento dos *stakeholders*, promovendo benefícios de médio e longo prazo. No entanto, esses investimentos podem exigir compromissos financeiros iniciais significativos, que impactam negativamente o desempenho no curto prazo.

A Estatística F indica que todos os modelos são significativos ao nível de 1%, com os valores de R^2 variando entre 0,0041 e 0,0601, sugerindo que as variáveis explicativas contribuem moderadamente para explicar a variação da Taxa de Crescimento Sustentável. No primeiro modelo (1), a variação anual do *score Social* (Δ_1S), que reflete a variação de mais recente, apresentou uma correlação negativa e significativa com a *SG_Int* (-0,0448). Esse resultado sugere que, no curto prazo, as mudanças nas práticas sociais podem ter um impacto adverso sobre o crescimento sustentável interno das empresas, possivelmente devido aos custos de implementação (Chai et al., 2023; Xie, 2024).

Por fim, a Tabela 15 apresenta os resultados da relação entre a variação do *score G* com a Taxa de Crescimento Sustentável.

Tabela 15

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável Interna com a variação do score Governance (G)

SG_Int	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1G	0,0827***		0,0549***	0,0545***
Δ_2G		0,0487***	0,0324***	0,0323***
Endividamento				-0,0110***
Tamanho				-0,0052
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R^2	0,0200	0,0199	0,0258	0,0256

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. *SG_Int* representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna; Δ_1G e Δ_2G representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 35.

Constata-se, conforme demonstra a Tabela 15, que todos os modelos foram significativos ao nível de 1%, sustentando a validade dos resultados. O R^2 indicou que, há um poder de explicação das variáveis independentes variando entre 0,0199 e 0,0258. A análise demonstra que nos quatro modelos a relação entre a variável *SG_Int* e as variáveis independentes (Δ_1G e Δ_2G) possuem coeficientes positivos e significativos. Destaca-se que em todos os modelos propostos, a variável Δ_1G apresentou maior relação com a Taxa de Crescimento Sustentável mesmo quando analisada em conjunto com a

variável Δ_2G e com as variáveis de controle. Esse resultado sugere que melhorias e a divulgação das práticas de governança, como a adoção de práticas mais transparentes e eficientes em relação à estrutura organizacional e à tomada de decisões, estão positivamente associadas ao crescimento sustentável das empresas no curto prazo.

Em síntese, pode-se inferir a partir dos resultados analisados nesta seção, que a divulgação de práticas ESG, especialmente no pilar *Governance* (G), favorecem o crescimento sustentável na perspectiva interna das empresas, com destaque para os efeitos de curto prazo (Δ_1). Contudo, o Endividamento apresenta-se como um limitador importante, apontando para a necessidade de uma gestão financeira eficiente.

Após a análise da relação da Taxa de Crescimento Sustentável em uma perspectiva interna das empresas com a variação do *score* ESG e seus fatores, a seguir apresenta-se a relação do ESG com a taxa em uma perspectiva externa das organizações.

4.3.2 ESG e Taxa de Crescimento Sustentável Externa

A perspectiva externa desta tese considera a Taxa de Crescimento Sustentável que abrange indicadores da eficiência com que a empresa gera retornos a partir dos recursos captados no mercado (Lin, 2024). A Tabela 16 apresenta a relação entre a variação do *score* ESG com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa.

Tabela 16

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa com a variação do score ESG

SG_Ext	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1 ESG	0,05859***		0,5946***	0,5935***
Δ_2 ESG		0,2215***	-0,0131	-0,0143
Endividamento				-0,0352***
Tamanho				-0,1334**
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,123	0,0334	0,1231	0,1084

Nota. ***, **, * é significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Ext representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa; Δ_1 ESG e Δ_2 ESG representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 30.

Os resultados desta análise indicam que variações nos scores ESG (Δ_1 ESG e Δ_2 ESG) têm relação significativa com a variável SG_Ext, mas com magnitudes e direções

diferentes no período analisado. Todos os modelos, na Estatística F, apresentaram significância ao nível de 1%, sustentando a validade dos resultados. O R^2 indicou que há um poder de explicação das variáveis independentes variando entre 0,0334 e 0,1231. O primeiro modelo analisado (1), que mede a variação do *score* ESG ($\Delta_1\text{ESG}$) em um período, apresentou correlação positiva e significativa com a variável *SG_Ext* (0,05859). Esse resultado sugere que melhorias no ESG em curto prazo estão associadas a uma maior Taxa de Crescimento Sustentável, possivelmente refletindo um aumento na atratividade da empresa para investidores externos e *stakeholders* que valorizam práticas de sustentabilidade. Conforme aponta o estudo de Friede et al. (2015), de modo geral, as melhorias na divulgação de práticas ESG são percebidas como benéficas para o desempenho financeiro das empresas no curto prazo.

O segundo modelo (2), que mede a variação do *score* ESG ($\Delta_2\text{ESG}$) entre dois períodos, também apresentou significância positiva em relação a variável *SG_EXT* (0,2215), sugerindo que mudanças acumuladas no *score* ESG num período maior estão associadas ao crescimento sustentável. No entanto, ao incorporar esta variação ($\Delta_2\text{ESG}$) ao terceiro modelo (3), o coeficiente se torna não significativo (-0,0131), sugerindo que, ao controlar pela variação de curto prazo ($\Delta_1\text{ESG}$), o impacto da variação em um período maior $\Delta_2\text{ESG}$ sobre a Taxa de Crescimento Sustentável é menos relevante.

Este resultado indica que o efeito positivo da divulgação de práticas ESG na Taxa de Crescimento Sustentável é mais robusto quando observado no curto prazo, ou seja, possivelmente pela maior visibilidade e aceitação de novas ou melhores práticas sustentáveis implementadas recentemente. Esta relação se mantém quando incluídas as variáveis de controle, Endividamento e Tamanho, que apresentam relação negativa e significativa com a Taxa de Crescimento Sustentável de -0,0352 e -0,1334, respectivamente.

Os resultados da análise de regressão apresentados na Tabela 17 evidenciam a influência das variações das práticas ambientais ($\Delta_1\text{E}$ e $\Delta_2\text{E}$) com a Taxa de Crescimento Sustentável (*SG_Ext*).

Tabela 17*Taxa de Crescimento Sustentável Externa contra variável Environmental (E)*

SG Ext	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1E	0,0190***		0,0165***	0,0163***
Δ_2E		0,0098***	0,0086***	0,0083***
Endividamento				-0,0352***
Tamanho				-0,0250***
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0037	0,0042	0,0065	0,0017

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Ext representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa; Δ_1E e Δ_2E representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 32.

Os modelos analisados apresentam significância ao nível de 1%, com os valores de R² variando entre 0,0017 e 0,0065. Verifica-se que nos quatro modelos a relação entre a variável SG_Ext e as variáveis independentes (Δ_1E e Δ_2E) apresentaram coeficientes positivos e significativos, destacando-se que em todas as relações propostas a variável Δ_1E apresentou maior relação com a Taxa de Crescimento Sustentável, mesmo quando analisada em conjunto com a variável Δ_2E . Este resultado sugere que as práticas ambientais divulgadas mais recentemente têm uma relação maior com a Taxa de Crescimento Sustentável, indicando que ações voltadas para práticas ambientais no curto prazo influenciam diretamente a capacidade das empresas de promover um crescimento sustentável, sem que as práticas desenvolvidas a um período maior percam o efeito sobre o crescimento sustentável.

A Tabela 18 apresenta os resultados da relação entre a variação do *score* S com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa.

Tabela 18*Taxa de Crescimento Sustentável Externa contra variável Social (S)*

SG Ext	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1S	0,1780***		0,1819***	0,1817***
Δ_2S		0,0436***	-0,0057	-0,0062
Endividamento				-0,0367***
Tamanho				-0,0219***
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0430	0,0076	0,0433	0,0287

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Ext representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa; Δ_1S e Δ_2S representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 34.

Os resultados desta análise realizada apontam para uma relação positiva e significativa no primeiro modelo (1), com coeficiente de 0,1780, sugerindo que melhorias recentes no pilar *Social* do ESG estão associadas a um aumento na Taxa de Crescimento Sustentável. Este resultado corrobora a pesquisa de Qiu et al. (2016), Conca et al. (2021) e Setyahni e Handayani (2020) que consideram uma resposta positiva de investidores e outros *stakeholders* a políticas sociais mais robustas, como iniciativas de inclusão, diversidade e bem-estar dos funcionários. Tais práticas podem reforçar a reputação da empresa e atrair maior suporte no mercado, especialmente de *stakeholders* que valorizam o impacto social positivo.

Ainda na Tabela 18, a relação no segundo modelo (2) apresentou significância positiva menor (coeficiente de 0,0436). Essa relação enfraquece ao incluir Δ_1S e as variáveis de controle no modelo final, onde o coeficiente se torna não significativo (-0,0057; p-valor > 0,1). Isso indica que as mudanças recentes na variação do score *Social* (Δ_1S) têm maior impacto sobre a Taxa de Crescimento Sustentável em relação às mudanças de médio prazo (Δ_2S), inferindo que na percepção dos *stakeholders* as práticas sociais atuais refletem melhor o compromisso da empresa com o bem-estar social e a responsabilidade corporativa (Aydogmus et al., 2022; Setyahuni & Handayani, 2020).

Por fim, a Tabela 19 apresenta os resultados da relação entre a variação do *score* G com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa.

Tabela 19

Taxa de Crescimento Sustentável Externa contra variável Governance (G)

SG_Ext	(1)	(2)	(3)	(4)
Δ_1G	0,1695***		0,1835***	0,1824***
Δ_2G		0,0383***	-0,0163***	-0,0165***
Endividamento				-0,0351***
Tamanho				-0,0234***
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0280	0,0055	0,0285	0,0151

Nota. ***, **, * é significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Ext representa a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva externa; Δ_1G e Δ_2G representam a variação dos *scores* ESG em um ano e em dois anos, respectivamente; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa; (1), (2), (3) e (4) referem-se a análise proposta na Equação 36.

Os resultados da análise de regressão para a Taxa de Crescimento Sustentável (SG_Ext) indicam relações significativas com as variações no pilar de governança (G) do

ESG (Δ_1G e Δ_2G) e com as variáveis de controle (Endividamento e Tamanho), embora com efeitos diferentes em magnitude e direção entre os modelos. Semelhantemente a análise anterior (SG_Ext com Δ_1S e Δ_2S), a relação no segundo modelo (2) apresentou menor coeficiente de relação (0,0383), quando comparada a relação no primeiro modelo (1) que apresentou coeficiente igual a 0,1695. Sugerindo que a divulgação de práticas de governança mais atuais possui maior impacto na Taxa de Crescimento Sustentável em relação a práticas divulgadas em períodos anteriores de médio prazo.

A relação das variáveis no quarto modelo (4), com a inclusão das variáveis de controle, sofre leves variações mantendo-se significativas e positivas. Sugerindo assim que, mesmo com a inclusão das variáveis de controle, a relação entre as variações dos *scores* G se mantém no período analisado, destacando que as práticas de governança mais recentes possuem maior impacto na Taxa de Crescimento Sustentável.

Os resultados analisados nesta seção reforçam que as divulgações de práticas ESG mais recentes são especialmente eficazes para impulsionar o crescimento sustentável das empresas no mercado externo, com destaque para os pilares de *Governance* (G) e *Social* (S), que mostraram maiores coeficientes de relação no curto prazo (Δ_1). Simultaneamente, as variáveis de controle revelam que o crescimento sustentável tende a ser limitado em empresas com maior endividamento e menor porte, refletindo desafios específicos para a implementação de práticas sustentáveis em diferentes contextos organizacionais.

4.3.3 Análise de Heterogeneidade

A amostra de dados analisada em relação a Taxa de Crescimento Sustentável inclui empresas de países em diferentes estágios de desenvolvimento econômico, compreendendo tanto economias desenvolvidas quanto em desenvolvimento. Adicionalmente, esta diversidade nos dados permite observar se o estágio de desenvolvimento econômico influencia a relação entre a divulgação de práticas ESG e a qualidade das informações contábeis. Estudos prévios indicam que países desenvolvidos tendem a apresentar regulamentações ESG mais robustas e consolidadas, o que poderia impactar diretamente na transparência e confiabilidade dos dados divulgados (Y.-C. Chen et al., 2018; García-Sánchez et al., 2013). Em contrapartida, em países em desenvolvimento, o incentivo regulatório pode ser menor, e a aplicação menos rigorosa, o que possivelmente compromete a consistência das informações ESG e a qualidade dos dados reportados (Miralles-Quirós et al., 2018).

De acordo com a *United Nations Development Programme* (2024), os 16 países considerados como desenvolvidos são: Austrália, Alemanha, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, França, Irlanda, Itália, Japão, Noruega, Reino Unido, Suécia e Suíça. Já os 7 países em desenvolvimento são Brasil, China, Coreia do Sul, Índia, México, Rússia e Tailândia.

Deste modo, a amostra foi segmentada com base nos setores econômicos, considerando se as empresas operam em setores ambientalmente sensíveis ou ambientalmente não sensíveis. De acordo com Naeem (2022), setores ambientalmente sensíveis são aqueles em que suas atividades provocam consideráveis impactos ambientais como emissão de poluentes, consumo de recursos naturais, alteração de ecossistemas, entre outros. Desta forma, setores ambientalmente sensíveis são os de agropecuária, energia, construção civil, mineração, papel e celulose, petróleo e gás, química, siderurgia e transporte (Iazzolino et al., 2023; Mohd-Sabrun & Muhamad, 2023).

Assim, empresas de setores com maior impacto ambiental geralmente estão sujeitas a uma pressão social e regulatória mais intensa, o que pode incentivar a adoção de práticas ESG bem como a divulgação de informações mais detalhadas (Bofinger et al., 2022; Eccles et al., 2014; Wan et al., 2023). Por outro lado, empresas de setores considerados ambientalmente não sensíveis tendem a receber menor atenção pública, o que pode afetar a intensidade das práticas ESG e, possivelmente, reduzir o nível de detalhamento e qualidade das informações divulgadas.

Nos modelos que avaliaram a heterogeneidade dos dados, foram examinadas possíveis violações das suposições clássicas da regressão linear, em particular no que tange à homocedasticidade e à correlação serial dos resíduos. A heterogeneidade dos dados pode gerar variabilidade na relação entre as variáveis explicativas e a variável dependente, o que afeta a consistência das estimativas se não for devidamente considerado (Greene, 2012; Wooldridge, 2010). Assim, foi conduzida uma análise robusta dos erros padrão para capturar essas possíveis fontes de variação e fornecer inferências mais precisas.

A heterocedasticidade foi avaliada para verificar se a variância dos erros permaneceu constante entre as observações, dado que diferenças nas características das unidades analisadas ou ao longo do tempo poderiam afetar essa variabilidade. Além disso, a correlação serial dos resíduos foi analisada para identificar dependências temporais entre os erros, uma vez que os dados em painel geralmente apresentam múltiplas

observações para as mesmas unidades, o que aumenta a probabilidade de correlação entre os resíduos ao longo do tempo (Greene, 2012; Wooldridge, 2010).

Modelos robustos foram empregados como forma adicional de garantir a validade das inferências estatísticas, ajustando os erros padrão para levar em conta tanto a heterocedasticidade quanto a correlação serial. A estimação dos erros padrão robustos, utilizando opções como "robust" ou "clustered" nos softwares de análise, permitiu que os testes de hipóteses fossem realizados com maior robustez, ajustando para as possíveis deficiências associadas à heterogeneidade dos dados e às violações das suposições subjacentes (Wooldridge, 2010).

A Tabela 20 apresenta a síntese dos resultados de análise da amostra da pesquisa relacionando a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa de empresas situadas em países com a economia desenvolvida e em desenvolvimento.

Tabela 20

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa com as economias dos países

Variáveis	SG_Int		SG_Ext	
	Em desenvolvimento	Desenvolvida	Em desenvolvimento	Desenvolvida
Δ_1 ESG	0,1733***	0,0740***	0,5765***	0,6022***
Δ_2 ESG	0,240***	0,0966***	-0,0077	-0,0169
Endividamento	-0,0144***	-0,0094**	-0,0534***	-0,0249***
Tamanho	0,0063	-0,0026	-0,0029	-0,0202***
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R2	0,2069	0,0376	0,0880	0,1173

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Int e SG_Ext representam a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa, respectivamente; Δ_1 ESG e Δ_2 ESG representam a variação dos *scores* ESG em um tempo e em depois tempos, respectivamente, e são variáveis dependentes; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa. Em desenvolvimento (*dummy* 0) e Desenvolvida (*dummy* 1) refere-se às economias dos países.

Verifica-se na Tabela 20 que a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna nas empresas situadas em países com a economia em desenvolvimento, tanto Δ_1 ESG quanto Δ_2 ESG apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significativos (0,1733 e 0,240, respectivamente), sugerindo que as melhorias nos *scores* ESG estão positivamente associadas ao crescimento sustentável das empresas em períodos de curso e médio prazos. Esse resultado indica que, em países com a economia em desenvolvimento, as empresas que investem em práticas ESG tendem a melhorar sua eficiência operacional e sustentabilidade de crescimento mesmo, que seja proveniente de

pressões externas e regulatórias (Bofinger et al., 2022; Eccles et al., 2014). Para empresas situadas em países com a economia desenvolvida, ambos os coeficientes também são positivos e significativos, embora menores (0,0740 para Δ_1 ESG e 0,0966 para Δ_2 ESG), o que pode demonstrar uma maior estabilidade no ambiente regulatório e uma integração mais consolidada das práticas ESG entre as empresas (Miralles-Quirós et al., 2018).

Na perspectiva externa da Taxa de Crescimento Sustentável (Tabela 20), que considera a capacidade de crescimento sustentável das empresas em mercados externos, a variação de curto prazo do *score* ESG (Δ_1 ESG) mostra-se fortemente positiva e significativa tanto em países com a economia em desenvolvimento quanto em países com a economia desenvolvida (0,5765 e 0,6022, respectivamente). Esses coeficientes indicam que a divulgação de práticas ESG no curto prazo tem um impacto positivo sobre a capacidade de crescimento das empresas, sugerindo que o mercado valoriza de forma expressiva o compromisso com práticas sustentáveis. Entretanto, a variação de médio prazo do *score* ESG (Δ_2 ESG) não apresentou significância estatística tanto para a amostra de empresas situadas em países de economia desenvolvida quanto aquelas situadas em países com economia em desenvolvimento.

O Endividamento apresenta uma correlação negativa e significativa em todas as análises, especialmente na perspectiva externa da Taxa de Crescimento Sustentável (SG_Ext) para economias em desenvolvimento (-0,0534), onde a restrição de capital pode ser um fator limitante para o crescimento sustentável das empresas. Esse resultado sugere que empresas com maiores endividamentos enfrentam uma capacidade reduzida de promover ou manter seu crescimento sustentável, em função da pressão financeira para cumprimento de obrigações (Fan et al., 2012).

Quanto ao Tamanho da empresa, apenas a análise para SG_Ext em economias desenvolvidas apresentou significância estatística negativa (-0,0202), inferindo que para essas empresas, um maior porte pode não ser necessariamente vantajoso na promoção de crescimento sustentável. A ausência de significância estatística nas demais análises para o Tamanho sugere que o porte, por si só, não é um determinante direto da Taxa de Crescimento Sustentável para a maioria das empresas da amostra.

Os resultados obtidos reforçam que o ambiente regulatório mais robusto sobre as empresas situadas em países com a economia desenvolvida favorece maior transparência e consistência na divulgação de práticas ESG, enquanto países com a economia em desenvolvimento, embora haja avanços, a falta de regulamentações mais sólidas pode

comprometer a confiabilidade dos dados reportados pelas empresas (Busch & Friede, 2018; Ioannou & Serafeim, 2012).

A Tabela 21 apresenta a síntese dos resultados de análise da amostra da pesquisa relacionando a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa de empresas em setores não ambientalmente sensível e ambientalmente sensível.

Tabela 21

Relação da Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa em setores

Variáveis	SG Int		SG Ext	
	Não ambientalmente sensível	Ambientalmente sensível	Não ambientalmente sensível	Ambientalmente sensível
Δ_1 ESG	0,0423***	0,2470***	0,6270***	0,5259***
Δ_2 ESG	0,1510***	0,1560***	-0,0165	-0,0134
Endividamento	-0,0071**	-0,0192***	-0,0232***	-0,0653***
Tamanho	-0,0013	-0,0014	-0,0296***	0,0296***
Estatística F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,0595	0,1577	0,1072	0,1092

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. SG_Int e SG_Ext representam a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa, respectivamente; Δ_1 ESG e Δ_2 ESG representam a variação dos *scores* ESG em um tempo e em depois tempos, respectivamente, e são variáveis dependentes; Endividamento (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; dividido pelo Passivo Total) representa o endividamento da empresa; Tamanho representa o Ln (Ativo Total) da empresa. Não ambientalmente sensível (*dummy* 0) e ambientalmente sensível (*dummy* 1) refere-se aos setores das empresas.

Observa-se que, para as empresas em setores ambientalmente sensíveis, a variação da divulgação de práticas ESG (Δ_1 ESG) apresenta um coeficiente positivo e significativo (0,2470), indicando que as variações de curto prazo no *score* ESG estão positivamente associadas ao crescimento sustentável das empresas. Isso sugere que empresas em setores onde o impacto ambiental é significativo podem alcançar maiores ganhos internos ao melhorar suas práticas ESG e a divulgação destas, possivelmente por causa de maior pressão regulatória e demandas por transparência dos impactos ambientais. Em contraste, para empresas em setores não ambientalmente sensíveis, Δ_1 ESG é positivo e significativo, mas de menor relação (0,0423), o que indica que o efeito positivo da divulgação de práticas ESG ainda é relevante, embora menos expressivo nesses setores.

Na perspectiva externa, Δ_1 ESG tem um coeficiente significativamente positivo para ambos os setores, sendo maior em setores não sensíveis (0,6270) do que em setores sensíveis (0,5259). Esses resultados indicam que as empresas em setores ambientalmente sensíveis também se beneficiam de melhorias ESG para aumentar seu crescimento

sustentável externo, mas com uma intensidade ligeiramente menor. Como na pesquisa de Miralles-Quirós et al. (2018), esse resultado ressalta a importância da divulgação de práticas ESG para a criação de valor e crescimento sustentável das empresas, especialmente em contextos de diferentes ambientes, destacando que o mercado tende a preferir práticas que não só atendam às necessidades internas, mas que também contribuam para uma visão mais ampla de responsabilidade ambiental.

A variação de médio prazo do *score* ESG (Δ_2 ESG) é significativa e positiva apenas para a variável SG_Int, tanto em empresas de setores não ambientalmente sensíveis quanto ambientalmente sensíveis. Entretanto, o coeficiente da variável Δ_2 ESG (0,1972) é maior quando comparado com os coeficientes de empresas em setores não ambientalmente sensível (0,1510) e ambientalmente sensível (0,1560), que são muito próximos, sugerindo que na divulgação de práticas ESG a médio prazo, o setor das empresas não interfere de maneira significativa. Apesar disso, para a variável SG_Ext, Δ_2 ESG não apresentou significância estatística tanto para a amostra de empresas em setores não ambientalmente sensíveis quanto empresas em setores ambientalmente sensíveis.

O Endividamento das empresas apresenta uma relação negativa e significativa com a variável SG_Int e SG_Ext em ambos os setores, com coeficiente maior em setores ambientalmente sensíveis na perspectiva externa (-0,0653). Esses resultados reforçam que o aumento do endividamento reduz a capacidade das empresas de promover ou manter um crescimento sustentável. Empresas em setores ambientalmente sensíveis possivelmente podem ser mais penalizadas pelo mercado, devido ao maior risco de exposição a passivos ambientais e, portanto, enfrentam maiores restrições de financiamento e, conseqüentemente, no crescimento sustentável (Clarkson et al., 2008; Delmas & Toffel, 2004).

O impacto do Tamanho da empresa é significativo apenas para a variável SG_Ext, com um coeficiente negativo em setores ambientalmente não sensíveis (-0,0296) e positivo em setores sensíveis (0,0296). Esse resultado infere que, em setores ambientalmente sensíveis, empresas maiores são beneficiadas em suas expansões sustentáveis, enquanto o tamanho pode representar um desafio competitivo para empresas em setores não sensíveis (Miralles-Quirós et al., 2018).

Assim, os resultados indicam que a divulgação de práticas ESG, Endividamento e Tamanho afetam de modo distinto a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e externa das empresas, dependendo da sensibilidade ambiental do setor. A

variação no *score* ESG de curto prazo mostrou-se um forte indicador positivo para o crescimento sustentável em ambas as perspectivas, com impacto mais significativo em empresas ambientalmente sensíveis. Em contrapartida, o Endividamento impõe restrições substanciais ao crescimento sustentável das empresas, especialmente em setores de alta exposição ambiental, onde o mercado tende a penalizar passivos elevados. Esses resultados reforçam a importância da divulgação de práticas ESG como direcionadores do crescimento sustentável, principalmente para empresas de setores ambientalmente sensíveis.

Adicionalmente pode-se observar que, na comparação entre os resultados das relações entre a Taxa de Crescimento Sustentável e as variações do *score* ESG, as características dos países e setores das empresas podem influenciar diferenças entre os resultados. Ashraf et al. (2022) discorrem que o desenvolvimento econômico bem como os indicadores ambientais, como ESG, pode sofrer variação entre diferentes regiões.

Neste sentido, verifica-se que a relação entre a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna e a variação do *score* ESG de curto prazo (Δ_1 ESG) é maior quando comparada com a mesma variável (Δ_1 ESG), porém com a segregação de empresas situadas em países com a economia em desenvolvimento e desenvolvidas, também na perspectiva interna. Esta comparação sugere que, mesmo que o contexto econômico dos países possa exercer um papel relevante na adaptação e resposta das empresas às práticas ESG, na amostra desta pesquisa a diferença entre economia desenvolvida e em desenvolvimento não impactou substancialmente a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna.

No entanto, a comparação apresentou resultados distintos ao segmentar empresas de setores ambientalmente sensíveis, onde a relação entre Δ_1 ESG com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna foi significativamente mais elevada. Observou-se que, mesmo com a variação positiva e significativa do *score* ESG no curto prazo, empresas de setores ambientalmente sensíveis influenciam mais fortemente essa relação, com um coeficiente de 0,2470, em comparação a 0,0423 para empresas de setores não ambientalmente sensíveis.

No mesmo sentido, o coeficiente da variável Δ_2 ESG se mostrou maior na relação com a Taxa de Crescimento Sustentável na perspectiva interna em empresas situadas em países com a economia em desenvolvimento (0,2400), comparada com a relação em que não se diferencia as economias (0,1972). Essa comparação sugere que as empresas situadas em países com a economia em desenvolvimento podem ser mais sensíveis a

variações no *score* ESG a médio prazo. Essa dinâmica pode refletir uma maior necessidade de adaptação a práticas sustentáveis, impulsionada por pressões externas e demandas sociais, onde os *stakeholders* analisam o contexto histórico das empresas em relação a efetividade das práticas ESG.

A seção seguinte apresenta a discussão dos resultados encontrados nesta pesquisa, relacionando-os com as hipóteses elaboradas e testadas no estudo.

4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E HIPÓTESES DE ESTUDO

Esta seção visa retomar os resultados evidenciados sobre a relação entre o *score* ESG, e seus fatores E, S e G, com o Valor de Mercado (perspectiva externa), com a Persistência dos Lucros (perspectiva interna), bem como entre o *score* ESG e a Taxa de Crescimento Sustentável (perspectiva interna e externa). Os achados deste estudo podem ser compreendidos pelo aspecto teórico e empírico, por meio da teoria que embasa este estudo e das hipóteses elaboradas.

Quanto a relevância da informação contábil, a partir da divulgação de práticas ESG ao longo do tempo com o Valor de Mercado, sob a perspectiva externa das empresas, a relação entre a variável R^2_{VM} e a variável TIME não apresentou significância estatística. Desta forma, **rejeita-se a hipótese H_{1a}** de que a divulgação de práticas ESG gera ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva do Valor de Mercado.

Diversas pesquisas demonstram a relação positiva e significativa do *score* ESG com o Valor de Mercado (Conca et al., 2021; Eccles et al., 2014; Y. Li et al., 2018; Mazzioni et al., 2023; Mazzioni, Soschinski, Leite, Magro, et al., 2024; Setyahuni & Handayani, 2020; Zhou et al., 2022), porém, verifica-se que a relação positiva existe no período analisado destas pesquisas sem evidenciar, no entanto, que esteja gerando ganho de relevância ao longo do tempo, ou seja, a relação positiva existe por vezes em parte significativa das empresas das amostras destes estudos e também em parte dos anos dos períodos analisados, sem configurar, entretanto, que essa relação seja crescente no tempo a medida em que novas práticas ESG sejam implementadas.

Segundo Amaral et al. (2024), apesar de serem reconhecidos os benefícios da divulgação de práticas ESG, ainda há uma lacuna tanto teórica quanto prática na compreensão de como essas práticas são implementadas no cotidiano das organizações, nos desafios que as organizações enfrentam e como tais práticas podem gerar valor para as empresas. Neste sentido, Cornell e Shapiro (2021) argumentam que a combinação dos

pilares ESG como um *score* geral pode ser uma análise errônea, pois cada um destes fatores possui características e implicações distintas para a área ambiental, social e de governança.

Deste modo, torna-se necessária a realização de novos estudos sobre o tema, que incorporem a observância de tais questões em abordagens mais detalhadas e específicas, considerando cada pilar de forma independente. Estudos futuros podem utilizar metodologias que explorem as inter-relações existentes entre os fatores ESG e os contextos organizacionais em que estão inseridos, avaliando não apenas os resultados financeiros, mas também os impactos sociais e ambientais de longo prazo. Observa-se ainda que pode ser relevante avaliar como fatores relacionados a cultura organizacional, o setor de atuação e o contexto regulatório influenciam a adoção e eficácia dessas práticas, ampliando a compreensão sobre como os desafios são enfrentados e superados para maximizar o valor gerado para os diversos *stakeholders*.

Quanto a relevância da informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG isoladamente, ao longo do tempo com o Valor de Mercado, sob a perspectiva externa das empresas, somente o *score* E (*Environmental*) apresentou significância estatística, porém negativa (-0,003; ao nível de 1%). Desta forma, **rejeita-se a hipótese H_{1b}** de que os fatores E, S e G, isoladamente, geram ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva do Valor de Mercado, dado que além da relação negativa significativa do *score* E (*Environmental*) as relações com as variáveis S (*Social*) e G (*Governance*) não apresentaram significância estatística. Os resultados de pesquisas anteriores (Conca et al., 2021; Miralles-Quirós et al., 2018, 2019; Setyahuni & Handayani, 2020) desenvolvidas sobre o tema tem apresentado resultados conflitantes, indicando que alguns estudos evidenciaram a relação positiva e significativa do *score* E com o Valor de Mercado, enquanto outras pesquisas (Aydogmus et al., 2022; Qiu et al., 2016) apresentaram uma relação negativa e significativa.

Segundo Aydogmus et al. (2022), as práticas voltadas para o desempenho ambiental das organizações podem necessitar de mais tempo para gerar resultados que impactem o valor da empresa, em comparação com as práticas sociais ou de governança. Por exemplo, no setor de mineração e extração de rochas, um projeto ambiental que demanda tempo e é executado por etapas é a recuperação de áreas mineradas, com o objetivo de restaurar o ecossistema após a exploração. Assim, neste caso, inicialmente elabora-se um plano de recuperação que envolve a avaliação do solo, a análise da biodiversidade local e a definição de métodos de restauração adequados.

Em seguida, realiza-se a reconfiguração da topografia da área, criando uma base para regeneração do solo e da vegetação. A etapa seguinte inclui a reintrodução do solo fértil e o plantio de espécies nativas para estabilização do solo e redução da erosão. Nos anos subsequentes, monitoram-se o desenvolvimento das plantas e o retorno da fauna local. A última etapa envolve a avaliação dos impactos ambientais positivos, como a captura de carbono pelas novas florestas e a melhoria na qualidade do solo e da água, gerando resultados ambientais de longo prazo. Desta forma, o que se observa é que todas as etapas do processo acabam por ser divulgadas de forma segmentada por mais de um período nos relatórios de sustentabilidade, necessitando de ratificação constante em relatórios subsequentes para que possam ser devidamente relacionadas ao desempenho organizacional percebido através da qualidade das informações contábeis divulgadas (Fikru et al., 2024).

Quanto a relevância da informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG ao longo do tempo com a Persistência dos Lucros, sob a perspectiva interna das empresas, a relação entre a variável R^2_PL e a variável TIME não apresentou significância estatística. Desta forma, **rejeita-se a hipótese H_{2a}** de que a divulgação de práticas ESG gera ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva da Persistência dos Lucros. Pesquisas anteriores (Longsheng & Hui, 2022; Ma & Yoo, 2022; Park & Kim, 2020; Tohang et al., 2024) evidenciaram uma relação positiva e significativa com a Persistência dos Lucros. Entretanto, verifica-se que a relação positiva, assim como na relação entre ESG e Valor de Mercado, existe no período analisado destas pesquisas, mas sem gerar ganho de relevância ao longo do tempo.

De acordo com Li et al. (2024) e Dasinapa (2024), embora haja um crescente reconhecimento sobre a importância da divulgação de práticas ESG, a maior parte das empresas ainda opera em um nível básico de implementação destas práticas, focando mais na conformidade do que na integração estratégica nas organizações. Segundo McBrayer (2018), a duração do mandato dos executivos, especialmente do CEO, possui impacto significativo nas pontuações de divulgação das práticas ESG, porém, a natureza voluntária dos relatórios de sustentabilidade permite que os gestores escolham o nível de transparência, resultando em uma falta de inovação e melhoria nas práticas ESG ao longo do tempo. Entretanto, tais aspectos não foram avaliadas nesta tese, o que se constitui uma oportunidade para a realização de novos estudos sobre o tema.

Para Amaral et al. (2024), as organizações enfrentam dificuldades de implementação das práticas ESG, devido à falta de padronização e regulamentação dos

relatórios de sustentabilidade, dificultando a medição e a divulgação das práticas ESG de maneira consistente e comparável. A exemplo, no setor de agropecuária, a implementação de práticas ESG inicia-se com o uso de técnicas de controle de desmatamento e práticas de manejo de solo para redução de impacto ambiental. Muitas empresas adotam práticas de conformidade voltadas à preservação das Áreas de Preservação Permanente e à manutenção da qualidade do solo, buscando atender a exigências regulatórias. No entanto, essas práticas frequentemente permanecem limitadas ao nível básico, sem uma integração estratégica mais profunda na cadeia de produção. A dificuldade em avançar nas estratégias ESG ocorre devido à falta de padronização e regulamentação nos relatórios de sustentabilidade, o que impede uma medição e divulgação consistente e comparável das práticas ESG entre empresas do setor (Zeng & Jiang, 2023).

Quanto a relevância da informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG, isoladamente, ao longo do tempo com Persistência dos Lucros, sob a perspectiva interna das empresas, o *score* E (*Environmental*) apresentou significância estatística negativa (-0,0016; ao nível de 5%) e o *score* G (*Governance*) apresentou significância estatística positiva (0,1445; ao nível de 1%). Desta forma, **rejeita-se parcialmente a hipótese H_{2b}** de que os fatores E, S e G, isoladamente, geram ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva da Persistência dos Lucros, dado que a relação com a variável S (*Social*) não apresentou significância estatística. Estes resultados corroboram os achados de Qiu et al. (2016), Setyahuni e Handayani (2020), Aydogmus et al. (2022), Miralles-Quirós (2018), Miralles-Quirós (2019) e Park e Kim (2020).

Para Dasinapa (2024), a análise da divulgação de práticas ESG (*score* geral) é um processo multifacetado que envolve a consideração dos diversos *stakeholders* e a conformidade com requisitos regulatórios, logo a análise não deveria ser concentrada em seus fatores isoladamente. Porém, observa-se que os investimentos necessários para as iniciativas de práticas ambientais podem ter altos custos de investimento. Desta forma, os retornos financeiros de tais iniciativas podem não ser visíveis de forma imediata, dificultando a percepção de um impacto positivo na Persistência dos Lucros das empresas e se fazendo necessária sua análise por fatores (Aydogmus et al., 2022). Assim, as divulgações de práticas ambientais podem não ser vista como tão impactantes na criação de valor e consistência dos lucros a curto prazo. Os investidores, por vezes, consideram que tais informações não influenciam diretamente as expectativas de crescimento e os fluxos de caixa das empresas (Qiu et al., 2016).

Entretanto, Wang et al. (2024) inferem que o desempenho em práticas de governança é destacado como um pilar relevante que contribui para a Persistência dos Lucros, devido a melhores práticas de gestão e maior transparência adotadas pelas empresas, que possibilitam a redução de custos de capital e o aumento da confiança dos investidores. Neste mesmo sentido, Park e Kim (2020) sugerem que a solidez e a confiabilidade da governança corporativa são fatores relevantes que influenciam positivamente a capacidade das empresas manterem lucros consistentes. Os autores reforçam a ideia de que práticas de responsabilidade social, especialmente aquelas relacionadas à governança, podem contribuir para a sustentabilidade financeira das empresas, especialmente, no longo prazo.

A exemplo, a criação de um comitê de auditoria independente que supervisione os processos financeiros e avalie os riscos regulatórios são práticas benéficas para a governança das empresas. Assim, a implementação de uma estrutura de governança sólida, pode aumentar a confiabilidade dos relatórios financeiros e reduzir a exposição a fraudes e erros contábeis, promovendo transparência e segurança aos investidores. Ao estabelecer políticas de *compliance* mais rigorosas e fortalecer a ética organizacional, a empresa reduz o risco de sanções e mantém uma imagem positiva no mercado, o que tende a aumentar a confiança dos *stakeholders*, contribuindo para a manutenção de lucros consistentes e para a sustentabilidade financeira no longo prazo (Ma & Yoo, 2022; Tohang et al., 2024).

Quanto a variação do *score* ESG com a Taxa de Crescimento Sustentável, metodologicamente, analisou-se a variação do *score* ESG (Δ_1 ESG e Δ_2 ESG) de um tempo e em dois tempos por meio de duas perspectivas das empresas: interna e externa. Desta forma, **rejeita-se parcialmente a hipótese H₃** de que a variação do *score* ESG está positivamente relacionada a Taxa de Crescimento Sustentável, dado que as variáveis Δ_1 ESG e Δ_2 ESG apresentaram significância estatística positiva com a Taxa de Crescimento Sustentável, nos quatro modelos analisados, na perspectiva interna das empresas (vide Tabela 12). Porém, na perspectiva externa das empresas, a variável Δ_1 ESG apresentou-se positiva e significativa nos modelos (1), (3) e (4), enquanto a variável Δ_2 ESG apresentou-se positiva e significativa somente no modelo (2) da análise (vide Tabela 16). Apesar de outras pesquisas não terem analisado a relação entre o *score* ESG e a Taxa de Crescimento Sustentável no mesmo padrão metodológico desta tese, a relação positiva obtida entre as variáveis corrobora os estudos de Bagh et al. (2024), Chai et al. (2023), Lin et al. (2024) e Oprean-Stan (2020).

A relação observada entre a variação do *score* ESG e a Taxa de Crescimento Sustentável nas perspectivas interna e externa das empresas pode ser interpretada à luz das concepções de institucionalização de práticas abordado por Scott (2014). Segundo o autor, a institucionalização envolve o processo pelo qual práticas e normas, como as relacionadas ao ESG, se incorporam às estruturas organizacionais, adquirindo legitimidade e valor socialmente reconhecidos. No contexto deste tese, a relação positiva e estatisticamente significativa da relação entre as variáveis sugere que, à medida em que as práticas ESG se institucionalizam internamente nas empresas, geram benefícios tangíveis para o crescimento sustentável.

Na perspectiva interna, onde ambas as variáveis ($\Delta_1\text{ESG}$ e $\Delta_2\text{ESG}$) mostraram significância positiva em todos os modelos, observa-se uma consolidação dessas práticas, refletindo um nível mais avançado de internalização e alinhamento estratégico com os objetivos de crescimento sustentável. Já na perspectiva externa, onde os resultados são positivos e significativos em alguns modelos, a institucionalização das práticas ESG pode ainda estar em fase de consolidação, alinhando-se com o argumento de Scott (2014) de que a institucionalização ocorre de forma gradual, dependendo do contexto e da legitimidade externa adquirida.

De acordo com Scott (2014), conforme o aspecto da Institucionalização Baseada em Compromissos Crescente, quando tais práticas são adotadas de maneira progressiva e comprometida as organizações consolidam sua legitimidade no mercado ao longo do tempo. Assim, esses achados reforçam o entendimento de que a institucionalização de práticas ESG impacta positivamente o crescimento sustentável das empresas, alinhando-se à visão de que a implementação e evolução das práticas ambientais, sociais e de governança, facilita a criação de valor no longo prazo.

Adicionalmente, foi analisada a relação do *score* E, S e G com a Taxa de Crescimento Sustentável em ambas as perspectivas. A relação das variáveis $\Delta_1\text{E}$ e $\Delta_2\text{E}$ mostrou-se positiva e significativa nos quatro modelos analisados e nas duas perspectivas, interna e externa. Esta relação positiva corrobora a pesquisa de Bagh et al. (2024), inferindo que há um crescente reconhecimento de que os pilares do ESG, analisados de maneira isolada, podem ter influências distintas e complexas sobre os resultados corporativos, onde a decomposição do *score* permite uma análise mais detalhada e precisa. Assim, a institucionalização de práticas ESG envolve a incorporação de seus processos nas rotinas das empresas até que se tornem elementos intrínsecos da cultura

organizacional, proporcionando legitimidade e alinhamento com as expectativas dos *stakeholders* (DiMaggio & Powell, 1983; Scott, 2014).

A consistência dos resultados para a variável E (*Environmental*), tanto internamente quanto externamente, sugere os investimentos ambientais, como por exemplo como iniciativas de eficiência energética e redução de emissões, embora possam implicar custos iniciais, tendem a gerar benefícios financeiros tangíveis no curto prazo. Esses ganhos podem ser atribuídos à redução de desperdícios, otimização de recursos e menor exposição a riscos relacionados à regulação ambiental. De acordo com estudos como o de Bagh et al. (2024) esses investimentos são percebidos como estratégicos, contribuindo para a resiliência organizacional e a estabilidade financeira.

Estes resultados reforçam ainda que a adoção e divulgação de práticas ambientais melhoram a percepção dos *stakeholders*, como investidores e consumidores. Essa percepção positiva está alinhada à legitimidade organizacional, destacando o alinhamento das empresas às crescentes demandas sociais e regulatórias por práticas sustentáveis. A divulgação de resultados ambientais sólidos contribui para a construção de uma reputação mais forte, facilitando o acesso a financiamento, ampliando parcerias e fortalecendo a competitividade no mercado (Tan & Li, 2023) e podem começar a ser reconhecidas externamente, o que reflete um processo de institucionalização a longo prazo.

A relação das variáveis Δ_1S e Δ_2S mostrou efeitos distintos nos modelos analisados (vide Tabela 14 e 18). Enquanto a perspectiva interna Δ_1S apresentou relação negativa e significativa nos modelos (1), (3) e (4), a perspectiva externa apresentou relação positiva e significativa nos mesmos modelos. O contraste entre estes resultados sugere que a divulgação de práticas sociais pode ter impactos diferenciados no crescimento sustentável das empresas, dependendo do foco e do alcance de sua implementação.

Na perspectiva interna, a relação negativa de Δ_1S pode indicar que o investimento em práticas sociais, como treinamento de funcionários e políticas de bem-estar, no curto prazo, tende a aumentar custos e despesas, o que pode exercer pressão sobre a sustentabilidade financeira da empresa. De acordo com Oprean-Stan (2020), esse fenômeno pode ocorrer porque tais investimentos internos demandam tempo para gerar retornos econômicos tangíveis, refletindo uma etapa inicial de integração dessas práticas sociais aos processos internos. Já na perspectiva externa a relação positiva sugere que as práticas sociais que são visíveis para *stakeholders* externos, como investidores e outros financiadores de capital, geram uma percepção positiva da empresa reforçando sua

reputação e legitimidade no mercado. Este efeito externo positivo alinha-se ao conceito de legitimidade organizacional, onde a aceitação social das práticas ESG, especialmente as sociais, contribui para a construção de valor a longo prazo (DiMaggio & Powell, 1983; Scott, 2014).

Na perspectiva interna, a variável Δ_2S apresentou relação positiva e significativa nos modelos (2), (3) e (4), enquanto na perspectiva externa apresentou relação positiva somente no modelo (2). Desta forma, observa-se que a divulgação de práticas sociais a médio prazo está positivamente associada ao crescimento sustentável nas empresas, especialmente na perspectiva interna. Esse resultado permite inferir que as empresas que institucionalizam práticas sociais ao longo do tempo conseguem integrar esses valores de maneira mais profunda em suas operações. A relação positiva sugere que, a institucionalização de práticas sociais, quando integrada ao longo do tempo, não apenas gera benefícios tangíveis, mas também fortalece o compromisso da empresa com a sustentabilidade, contribuindo para a estabilidade dos lucros (Bagh et al., 2024; Scott, 2014; Setyahuni & Handayani, 2020).

Semelhantemente, a relação das variáveis Δ_1G e Δ_2G mostrou relações distintas nos modelos analisados (vide Tabela 15 e 19). Na perspectiva interna, Δ_1G e Δ_2G apresentaram relações positivas e significativas em todos os quatro modelos analisados, enquanto na perspectiva externa Δ_1G apresentou relação positiva e significativa nos modelos (1), (3) e (4), e Δ_2G apresentou relação positiva e significativa somente no modelo (2) e relação negativa e significativa nos modelos (3) e (4).

Observa-se neste resultado que boas práticas de governança, refletidas nas variáveis Δ_1G e Δ_2G , podem influenciar positivamente a tomada de decisões dentro da empresa, promovendo ações que priorizam a sustentabilidade financeira e a ética nos negócios. A relação positiva e significativa de ambas as variáveis em todos os modelos na perspectiva interna sugere que a adoção de práticas de governança, tanto a curto quanto a médio prazo, contribui para a criação de uma cultura organizacional mais transparente e eficaz na alocação de recursos (Park & Kim, 2020), o que facilita a manutenção da Taxa de Crescimento Sustentável.

Assim, a institucionalização ocorre quando práticas, normas e valores são incorporados ao ponto de se tornarem componentes intrínsecos e amplamente aceitos na cultura e estrutura das empresas, à medida que passam a ser vistas internamente como padrões de conduta que promovem sustentabilidade financeira e ética nos negócios, conforme explica Scott (2014), quanto as concepções de institucionalização. Na prática,

conforme Chen et al. (2023) e Palea et al. (2024), mecanismos internos de governança corporativa, como por exemplo os comitês de auditoria interna e o sistema de controle interno, contribuem significativamente para a melhoria da gestão operacional das empresas. Por meio do aprimoramento da supervisão, monitoramento e mitigação de riscos, esses instrumentos promovem maior eficiência operacional, otimizam a alocação de recursos e reduzem a ocorrência de falhas operacionais. Essa combinação de fatores resulta em uma maior estabilidade nos resultados financeiros, reduzindo a variabilidade nos lucros e reforçando a sustentabilidade das operações empresariais.

Diante do exposto, e considerando a hipótese H₃ desta tese (a variação do *score* ESG está positivamente relacionada a Taxa de Crescimento Sustentável), pode-se inferir que os pilares E (*Environmental*) e G (*Governance*) mostraram-se significativos na geração de ganho de relevância da informação contábil, quando analisados sob a perspectiva interna da Taxa de Crescimento Sustentável, apontando que a adoção e divulgação de práticas ambientais e de governança corporativa possuem relevância na construção de informações financeiras de melhor qualidade.

Conforme apontam estudos anteriores (Aydogmus et al., 2022; Miralles-Quirós et al., 2018, 2019; Setyahuni & Handayani, 2020), a adoção de boas práticas de governança pode fortalecer a confiança dos *stakeholders*, promover a sustentabilidade financeira e contribuir para a longevidade organizacional, sendo um elemento essencial na institucionalização de estratégias que geram valor para os investidores. Isto ocorre, segundo Conca et al. (2021), porque a prática e divulgação de informações ambientais podem estar associadas a uma relação positiva da rentabilidade das empresas, dada a sensibilidade do mercado à questões de sustentabilidade, o que contribui para sua observância.

A seção seguinte apresenta as considerações finais a partir dos resultados analisados nesta tese.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese teve por objetivo verificar se existe ganho de relevância na informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG em empresas de capital aberto. Para tanto, realizou-se uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental a partir da amostra de 2.546 empresas, pertencentes a 23 países que contemplam 5 continentes, com recorte temporal do período de 2013 a 2023.

Na primeira hipótese (H_{1a}) foi analisada se a divulgação de práticas ESG gera ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva do Valor de Mercado. Os resultados indicam que não há ganho de relevância na informação contábil a partir do *score* ESG sob a perspectiva externa das organizações. Este resultado não era esperado, dado que pesquisas anteriores evidenciaram a relação positiva e significativa desta relação. Porém, o resultado encontrado indica que embora a divulgação de práticas ESG mostre relações positivas e significativas com o Valor de Mercado e a relevância da informação contábil, essa influência pode variar conforme o nível de institucionalização dessas práticas nas empresas.

A este respeito, os resultados da análise descritiva dos dados revelaram que empresas evidenciam níveis distintos de maturidade na implementação e divulgação de práticas ESG, o que pode refletir nas variações dos *scores* divulgados. Do mesmo modo que as organizações que compõe a amostra analisada apresentam heterogeneidade em termos de setores econômicos, tamanhos e regiões geográficas, o que contribui para a diversidade dos impactos observados. Estes achados reforçam as evidências encontradas na literatura que denotam a falta de uma padronização da divulgação institucional de práticas ESG, bem como revelam a dificuldade encontrada por algumas empresas para promover tal divulgação, de modo que esta reflita positivamente no ganho de relevância da informação contábil divulgada.

As dificuldades encontradas pelas empresas podem ser explicadas, primeiramente, pela ausência de normas globais uniformes para a elaboração e divulgação de práticas ESG, resultando em abordagens fragmentadas, dificultando a comparabilidade entre empresas e regiões. Muitas organizações podem enfrentar barreiras relacionadas a custos e recursos para implementar sistemas robustos de adoção e divulgação de práticas ESG, especialmente em mercados emergentes ou em setores menos regulamentados. Portanto, a percepção de que a divulgação de práticas ESG pode não gerar retorno financeiro imediato pode levar algumas empresas a priorizarem outras áreas de

investimento, o que compromete a qualidade e consistência das informações divulgadas. Esses fatores, somados às diferenças culturais e institucionais entre países, contribuem para os desafios de institucionalização e integração das práticas ESG no contexto corporativo.

Com base na Teoria Institucional, estes resultados sugerem que, para que a divulgação de práticas ESG apresente ganho de relevância na informação contábil ao longo do tempo, as empresas precisam superar o caráter de conformidade regulatória e isomorfismo institucional, passando a integrar as práticas ESG de forma genuína na cultura e na estrutura organizacional. Deste modo, é fundamental que as empresas aprimorem a qualidade de seus relatórios, permitindo que aspectos relacionados à implementação de longo prazo sejam evidenciados de maneira clara e consistente. Isso inclui a apresentação de informações qualitativas que demonstrem o retorno (a longo prazo) das iniciativas ESG, reforçando sua relevância tanto para a organização quanto para a sociedade.

Dessa forma, as empresas podem ampliar a profundidade e o impacto das ações ESG relatadas, melhorando a qualidade da divulgação e fortalecendo sua credibilidade e contribuição para a sustentabilidade, evidenciando, também, a institucionalização de tais práticas de gestão. Na hipótese H_{1b} foi analisado se os fatores E, S e G, isoladamente, geram ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva do Valor de Mercado. A análise não demonstrou significância estatística com o *score* S (*Social*) e G (*Governance*), porém evidenciou relação negativa e significativa com o *score* E (*Environmental*), ou seja, ao invés de ganho, na amostra analisada, apresentou perda de relevância na informação contábil neste período.

Este resultado destaca que a divulgação de práticas ambientais quando implementadas de maneira superficial ou como resposta a pressões externas, podem gerar uma percepção negativa dos *stakeholders*, influenciando negativamente o Valor de Mercado das empresas. Este resultado pode ainda estar associado ao alto investimento para implementação de práticas ambientais e, conseqüentemente, a demora com que tais práticas/investimentos levam para apresentar resultados que impactem positivamente o valor da empresa. Assim, ressalta-se a importância da internalização de práticas ESG para que o impacto positivo no valor da empresa seja não somente proveniente de questões ambientais, mas também de questões sociais e de governança de forma integrada, elevando a qualidade do reporte apresentado.

Na segunda hipótese (H_{2a}) foi analisada se a divulgação de práticas ESG gera ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva da Persistência dos Lucros. Os resultados inferem que não há ganho de relevância na informação contábil a partir do *score* ESG sob a perspectiva interna das organizações. Assim como na perspectiva externa, este resultado não era esperado dado que pesquisas anteriores evidenciaram a relação positiva e significativa desta relação. Observa-se que, em pesquisas anteriores, a divulgação de práticas ESG apresentou relação positiva e significativa com a Persistência dos Lucros em períodos analisados, sem evidenciar a existência de um crescimento gradativo dessa relação ao longo do tempo, o que limita a comparação entre estes achados.

Estes resultados reforçam que a adoção, relevância e divulgação de práticas ESG dependem não só da implementação das práticas em si, mas do modo como estas são institucionalizadas e integradas à cultura e à gestão estratégica das organizações. Assim, estes resultados revelam que a eficácia da divulgação de práticas ESG está intrinsecamente ligada à forma como as organizações estruturam e implementam essas práticas, indo além do mero cumprimento regulatório. A ausência de um impacto significativo na persistência dos lucros sugere que muitas empresas ainda enfrentam desafios para integrar de forma consistente e estratégica as práticas ESG em sua governança e operação.

Com base na Teoria Institucional, pode-se inferir que, para que a divulgação de práticas ESG influencie positivamente a persistência dos lucros, é necessário que as empresas superem o isomorfismo institucional e promovam uma internalização genuína dessas práticas em sua cultura organizacional. Isso implica não apenas no alinhamento das práticas ESG às demandas do mercado, mas também na construção de uma narrativa consistente, que evidencie o compromisso de longo prazo com a sustentabilidade do negócio e com a criação de valor para os *stakeholders*, bem como evidencie os ganhos proporcionados com a realização de tais ações e investimentos. Esse processo demanda um esforço contínuo para fortalecer a qualidade e a relevância da divulgação, bem como a capacidade de demonstrar os impactos reais das práticas ESG no desempenho financeiro e organizacional, aspectos que contribuem para a percepção de maior qualidade dos reportes apresentados.

Na hipótese H_{2b} foi analisado se os fatores E, S e G, isoladamente, geram ganho de relevância na informação contábil sob a perspectiva da Persistência dos Lucros. A análise não demonstrou significância com o *score* S (*Social*), porém evidenciou relação negativa e significativa com o *score* E (*Environmental*), ou seja, ao invés de ganho

apresentou perda de relevância na informação contábil. Já com o *score* G (*Governance*), apresentou relação positiva e significativa, evidenciando um de ganho de relevância na informação contábil.

A relação negativa entre o *score* E e a Persistência dos Lucros, embora significativa, indica que a adoção e divulgação de práticas ambientais tende a refletir uma resposta às pressões externas regulatórias e normativas, conforme as premissas do isomorfismo institucional (DiMaggio & Powell, 1983). Isso ocorre, muitas vezes, sem uma internalização completa e alinhada à cultura organizacional, o que compromete a estabilidade dos lucros em curto prazo, devido aos altos custos de implementação e à variação nas regulamentações ambientais. Esse fenômeno reforça a visão de Scott (2014), que destaca a importância da Institucionalização Baseada em Compromissos Crescentes, para que práticas ambientais se consolidem e tragam benefícios a longo prazo, reduzindo assim o impacto negativo sobre a lucratividade das empresas.

Por outro lado, a relação positiva entre o *score* (G) e a Persistência dos Lucros sugere que as empresas com sólidas práticas de governança são mais bem-sucedidas na manutenção de um desempenho financeiro estável ao longo do tempo. Dessa forma, as práticas de governança, quando institucionalizadas adequadamente, cumprem uma função estabilizadora, promovendo transparência e confiança e, o fortalecimento dessas práticas pode ajudar a mitigar riscos associados à gestão inadequada ou a fraudes. Logo, empresas com boas práticas de governança tendem a ter menos escândalos e problemas legais, o que contribui para a estabilidade financeira e a consistência de seu lucro.

Estes resultados revelam que a divulgação de informações relacionadas ao *score* G exerce relevância na percepção de credibilidade e na redução de incertezas para investidores e *stakeholders*. Isto porque práticas robustas de governança não apenas demonstram o compromisso da organização com a ética e a conformidade regulatória, mas também reforçam a capacidade da empresa de responder de forma eficaz a crises e desafios externos. De acordo com a Teoria Institucional, a adoção e divulgação de práticas de governança tendem a ganhar legitimidade quando são incorporadas como parte integrante da cultura organizacional, em vez de serem tratadas como uma mera resposta às pressões externas. Isso implica que práticas de governança bem estabelecidas têm maior probabilidade de se consolidar e gerar resultados de longo prazo, uma vez que refletem um alinhamento estratégico entre os valores da organização e as expectativas do ambiente institucional em que está inserida.

Na hipótese H₃ foi analisado se a variação do *score* ESG está positivamente relacionada a Taxa de Crescimento Sustentável. Esta análise se deu em duas perspectivas: interna e externa. Os resultados demonstraram que, de modo geral, há relação positiva e significativa entre as variáveis, sugerindo que a institucionalização das práticas ESG (analisada em um e em dois tempos em termos de variação) exerce influência significativa na Taxa de Crescimento Sustentável das empresas, tanto na perspectiva interna quanto na externa. Estes resultados permitem inferir que a divulgação de práticas ESG pode não ser apenas uma resposta a demandas regulatórias ou de imagem, mas são capazes de constituir de forma legítima um ativo estratégico, impulsionando a resiliência e a longevidade organizacional. A análise em diferentes tempos sugere ainda que os efeitos da institucionalização das práticas ESG se mantêm no curto e médio prazo, consolidando a sustentabilidade organizacional como parte integrante da trajetória de crescimento das empresas.

Estas evidências corroboram para a importância da adoção de tais práticas de gestão e o seu reporte. Do mesmo modo, revelam que empresas que conseguem alinhar a adoção de práticas ESG com sua estratégia de negócios e cultura organizacional se tornam mais sustentáveis financeiramente. Dado que tais organizações conseguem estruturar processos internos mais eficientes, reduzir custos operacionais associados a práticas ambientalmente ineficazes, aumentar a confiança de investidores e *stakeholders* e acessar mercados com maior facilidade. Com base na Teoria Institucional, a legitimidade das práticas ESG não decorre apenas de sua implementação como reação a demandas externas, mas está relacionada à maneira como são institucionalizadas na estrutura e nas práticas organizacionais ao longo do tempo. Essa integração estratégica não só contribui para consolidar a relevância dessas práticas como fator de crescimento, mas também reforça sua capacidade de agregar valor para a organização, os investidores e a sociedade.

Adicionalmente, na análise dos fatores E, S e G com a Taxa de Crescimento Sustentável, destaca-se a relação com o *score* E (*Environmental*) que se mostrou positiva e significativa em todos os modelos analisados e em ambas as perspectivas. Estes resultados sugerem que a divulgação de práticas ambientais de curto prazo pode ter um impacto mais imediato e perceptível sobre o crescimento sustentável das empresas. Sugerem que práticas implementadas recentemente, como melhorias na eficiência energética, redução de emissões ou políticas de gestão de resíduos, entre outras, tendem a gerar efeitos diretos e mais rápidos na sustentabilidade organizacional. Por outro lado, as práticas ambientais realizadas a médio prazo podem ter seus efeitos atenuados ao longo

do tempo, especialmente se não forem continuamente reforçadas ou complementadas por novas ações.

Acerca das variáveis de controle Tamanho e Endividamento, foram observados resultados distintos a depender do modelo analisado. As evidências demonstram que empresas menores podem enfrentar limitações significativas para implementar e divulgar práticas ESG de forma eficaz. Já o Endividamento elevado pode atuar como uma barreira à adoção de práticas ESG robustas, visto que empresas mais alavancadas tendem a priorizar a alocação de recursos para atender às suas obrigações financeiras. Isso pode limitar os investimentos estratégicos em sustentabilidade e reduzir a flexibilidade para incorporar práticas ESG de forma genuína e consistente. As relações negativas evidenciam a necessidade de atenção a esses fatores como elementos de alerta. Eles destacam que, embora as práticas ESG possam impulsionar o crescimento sustentável, seu impacto pode ser mitigado por condições estruturais adversas, que distinguem empresas dentro da amostra analisada.

Diante do exposto, pode-se inferir que esta tese contribui com o avanço da compreensão acerca do impacto da divulgação de práticas ESG na relevância da informação contábil e no crescimento sustentável das empresas, adicionando perspectivas teóricas e empíricas à literatura sobre esta temática. Para a literatura, adiciona novas evidências empíricas sobre as relações propostas abordando lacunas sobre os efeitos de longo prazo dessas práticas e o papel de fatores institucionais. Na dimensão prática, os achados evidenciam a necessidade de as empresas incorporarem as práticas ESG de forma genuína e estratégica, indo além do mero cumprimento regulatório para alcançar benefícios de longo prazo, como maior estabilidade financeira e resiliência organizacional.

Para o mercado corporativo, os resultados fornecem percepções para gestores e investidores sobre a importância de integrar práticas ESG à estratégia empresarial, enfatizando sua relevância como ativo estratégico e não apenas como uma resposta às demandas externas. Já para os formuladores de políticas públicas, os achados reforçam a necessidade de incentivos e regulamentações que promovam a adoção e a padronização das práticas ESG, fomentando um ambiente econômico mais sustentável e igualitário. Desta forma, o estudo contribui tanto para o avanço teórico quanto para aplicações práticas e impactos positivos na sociedade.

Entretanto, alguns fatores apresentaram-se como limitações deste estudo como o período dos dados analisados, compreendido entre 2013 e 2023, devido a adoção ao IFRS

pelos países. Sob a perspectiva metodológica, o fato de o conjunto de empresas da relação país/ano, independentemente do número de empresas, tornar-se apenas uma observação nos modelos econométricos utilizados para obtenção do ganho de relevância (Eq. 19 a 26), reduz significativamente a base de dados para tal análise. Sugere-se que estudos futuros avaliem uma quantidade maior de países em um espaço temporal maior do que o analisado neste estudo.

Outro fator a ser considerado para pesquisas futuras é o número de empresas para cada país/ano, que na amostra desta tese possuem número de observações diferentes, impactando a relação do R^2 . Pesquisas futuras podem aumentar o número de países com o mesmo número de observações em cada um, mantendo uniformidade por país/ano. E ainda, outro ponto limitante foi a impossibilidade de mensurar em profundidade a real integração das práticas ESG à cultura e à estratégia organizacional de cada empresa, o que seria relevante para avaliar se a adoção de práticas ESG se trata de conformidade superficial ou de um compromisso genuíno. Neste sentido, sugere-se que pesquisas futuras possam ampliar a amostra e o período analisado, para que se possa acompanhar a evolução do tema e seus efeitos.

Sugere-se ainda, a realização de pesquisas que analisem o ganho de relevância na informação contábil a partir da divulgação de práticas ESG, verificando os possíveis efeitos do nível de corrupção ou transparência dos países, trazendo novas evidências às teorias que suportam essas relações. Por fim, a realização de experimentos também pode contribuir para o entendimento do comportamento dos investidores e *stakeholders* de modo geral, diante da divulgação de informações relacionadas as práticas ESG e os resultados organizacionais, para que se possa compreender suas preferências, importância atribuída e os determinantes do ganho de relevância da informação contábil, na percepção destes atores. Tais questões constituem-se importantes oportunidades de pesquisa para a realização de novos estudos sobre o tema.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- Adeneye, Y. B., Fasihi, S., Kammoun, I., & Albitar, K. (2023). Does earnings management constrain ESG performance? The role of corporate governance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21(1), 69–92. <https://doi.org/10.1057/s41310-023-00181-9>
- Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M., & Rupp, D. E. (2006). Corporate Governance and Social Responsibility: A comparative analysis of the UK and the US. *Corporate Governance: An International Review*, 14(3), 147–158. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00495.x>
- Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools rush in? The institutional context of industry creation. *Academy of management review*, 19(4), 645–670.
- Anbima. (2020). *Guia ASG II: Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento*. https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf
- Ashrafa, D., Rizwanb, M. S., & L’Huillier, B. (2022). Environmental, social, and governance integration: The case of microfinance institutions. *Accounting & Finance*, 62, 837–891. <https://doi.org/10.1111/acfi.12812>
- Atan, R., Alam, Md. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance: Panel Study on Malaysian Companies. *Management of Environmental Quality An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aydogmus, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). TRAD. Impact of ESG performance on firm value and profitability TRADUZIDO. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Bagh, T., Zhou, B., Alawi, S. M., & Azam, R. I. (2024). ESG Resilience: Exploring the Non-Linear Effects of ESG Performance on Firms Sustainable Growth. *Research in International Business and Finance*, 70, 102305. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102305>
- Bai, X., Han, J., Ma, Y., & Zhang, W. (2022). ESG performance, institutional investors’ preference and financing constraints: Empirical evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 22, S157–S168. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.013>
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management journal*, 47(1), 93–103.

- Barker, R., & Eccles, R. G. (2018). Should FASB and IASB Be Responsible for Setting Standards for Nonfinancial Information? *Saïd Business School*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3272250>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467–498.
- Basu, S. (2021). Convergence of IFRS and Ind AS—A Descriptive and Exploratory Insight. *Convergence*, 1(2).
- Baumol, W. J. (2010). *The microtheory of innovative entrepreneurship*. Princeton University Press.
- Beisland, L. A., & Hamberg, M. (2013). Earnings sustainability, economic conditions and the value relevance of accounting information. *Scandinavian Journal of Management*, 29(3), 314–324. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2013.02.001>
- Benlemlih, M., & Girerd-Potin, I. (2017). Corporate social responsibility and firm financial risk reduction: On the moderating role of the legal environment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(7–8), 1137–1166.
<https://doi.org/10.1111/jbfa.12251>
- Beuren, I. M., & Dallabona, L. F. (2013). Presença de mecanismos isomórficos em empresas contábeis. *Revista Alcance*, 20(1), 096–116.
- Bilyay-Erdogan, S. (2022). Corporate ESG engagement and information asymmetry: The moderating role of country-level institutional differences. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–37.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2128710>
- Binh, V. T. T., Tran, N.-M., & Nga, N. T. H. (2020). Impact of accountant resource on quality of accounting information system: Evidence from Vietnamese small and medium enterprises. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, 9.
<https://doi.org/10.35944/jofrp.2020.9.1.001>
- Black, R., & Nakao, S. H. (2017). Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: Evidências do Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 113–131. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201702750>
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., & Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106322.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106322>
- Boonlert-U-Thai, K., & Schaberl, P. (2022). Value relevance of book values, earnings, and future earnings: Evidence by time, life cycle stage, and market uncertainty. *Asian Review of Accounting*, 30(5), 648–668. <https://doi.org/10.1108/ARA-03-2022-0070>
- Bouilloud, J.-P., Pérezts, M., Viale, T., & Schaepelynck, V. (2020). Beyond the Stable Image of Institutions: Using Institutional Analysis to Tackle Classic Questions in Institutional Theory. *Organization Studies*, 41(2), 153–174.
<https://doi.org/10.1177/0170840618815519>
- Bradley, B. (2021). *ESG Investing For Dummies*. John Wiley & Sons.

- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The accounting review*, *81*(5), 983–1016.
- Busch, T., & Friede, G. (2018). The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, *25*(4), 583–608. <https://doi.org/10.1002/csr.1480>
- Cai, C., Hazaea, S. A., Hael, M., Al-Matari, E. M., Alhebri, A., & Alfadhli, A. M. H. (2024). Mapping the Landscape of the Literature on Environmental, Social, Governance Disclosure and Firm Value: A Bibliometric Analysis and Systematic Review. *Sustainability*, *16*(10), Artigo 10. <https://doi.org/10.3390/su16104239>
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, *32*(3), 946–967.
- Campos, R. F. (2011). Pegada de Carbono: A relação entre mudanças climáticas e hábitos insustentáveis. *Revista Geográfica de América Central*, *2*(julio-diciembre), 1–16.
- Chai, S., Cao, M., Li, Q., Ji, Q., & Liu, Z. (2023). Exploring the nexus between ESG disclosure and corporate sustainable growth: Moderating role of media attention. *Finance Research Letters*, *58*, 104519. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104519>
- Chang, X., Fu, K., Jin, Y., & Liem, P. F. (2022). Sustainable Finance: ESG/CSR, Firm Value, and Investment Returns*. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, *51*(3), 325–371. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12379>
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, *345*, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Chen, V. Y. S., & Ho, Y. K. (2014). The Association between Earnings and Returns: A Comparative Study between the Chinese and US Stock Markets. *China Accounting and Finance Review*, *16*(2). <https://doi.org/10.7603/s40570-014-0008-0>
- Chen, Y.-C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, *65*(1), 169–190. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, *33*(4), 303–327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, *24*(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Comitê de Pronunciamentos Técnicos. (2019). *CPC 00 (R2): Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro*.

- Conca, L., Manta, F., Morrone, D., & Toma, P. (2021). The impact of direct environmental, social, and governance reporting: Empirical evidence in European-listed companies in the agri-food sector. *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 1080–1093. <https://doi.org/10.1002/bse.2672>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (2021). Corporate stakeholders, corporate valuation and ESG. *European Financial Management*, 27(2), 196–207. <https://doi.org/10.1111/eufm.12299>
- Crozatti, J. (1998). Modelo de gestão e cultura organizacional: Conceitos e interações. *Caderno de Estudos*, 01–20. <https://doi.org/10.1590/S1413-92511998000200004>
- Dasinapa, M. B. (2024). The Integration of Sustainability and ESG Accounting into Corporate Reporting Practices. *Advances in Applied Accounting Research*, 2(1), 13–25. <https://doi.org/10.60079/aaar.v2i1.167>
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of accounting research*, 46(5), 1085–1142.
- De Giuli, M. E., Grechi, D., & Tanda, A. (2024). What do we know about ESG and risk? A systematic and bibliometric review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1096–1108. <https://doi.org/10.1002/csr.2624>
- De Jong, M. D. T., & Harkink, K. M. (2017). *Making Green Stuff? Effects of Corporate Greenwashing on Consumers*. 32(1), 77–112. <https://doi.org/10.1177/1050651917729863>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute; <http://alitsaki.ir/wp-content/uploads/2019/08/Earnings-Quality.pdf>.
- Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). Relevância Das Informações Contábeis E a Responsabilidade Social Corporativa De Empresas Brasileiras. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 14(3), 157–168.
- Delmas, M., & Toffel, M. W. (2004). Stakeholders and environmental management practices: An institutional framework. *Business Strategy and the Environment*, 13(4), 209–222. <https://doi.org/10.1002/bse.409>
- Dickinson, V., Kassa, H., & Schaberl, P. D. (2018). What information matters to investors at different stages of a firm’s life cycle? *Advances in Accounting*, 42, 22–33. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.07.002>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields*. 48, 147–160. <https://doi.org/10.1515/9780691229270-005>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (2005). A gaiola de ferro revisitada: Isomorfismo institucional e racionalidade coletiva nos campos organizacionais. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 45(2), 74–89.

- do Amaral, M. R., Willerding, I. A. V., & Lapolli, É. M. (2024). ESG practices: The key to organizational sustainability: Práticas ESG: a chave para a sustentabilidade organizacional. *Concilium*, 24(7), 84–107. <https://doi.org/10.53660/CLM-3227-24G16>
- Durkheim, E. (2014). *The division of labor in society* (W. D. Halls, Trad.). Free Press.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835–2857. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3–17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- El Shamy, M. A., & Al-Qenae, R. (2005). The change in the value-relevance of earnings and book values in equity valuation over the past 20 years and the impact of the adoption of IASs: The case of Kuwait. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 2(1/2), 153–167. <https://doi.org/10.1504/IJAAPE.2005.006897>
- E-Vahdati, S., Wan-Hussin, W. N., & Mohd Ariffin, M. S. (2023). The Value Relevance of ESG Practices in Japan and Malaysia: Moderating Roles of CSR Award, and Former CEO as a Board Chair. *Sustainability*, 15(3), 2728. <https://doi.org/10.3390/su15032728>
- Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23–56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2024). *Manual de análise de dados: Estatística e machine learning com Excel®, SPSS®, Stata®, R® e Python®*. (2º ed). LTC.
- Fikru, M. G., Brodmann, J., Eng, L. L., & Grant, J. A. (2024). ESG ratings in the mining industry: Factors and implications. *The Extractive Industries and Society*, 20, 101521. <https://doi.org/doi.org/10.1016/j.exis.2024.101521>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). *The Market Pricing of Earnings Quality*. 39, 295–327. <https://doi.org/10.2139/ssrn.414140>
- Frankel, R., & Litov, L. (2009). Earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1), 182–190. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.11.008>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Galbreath, J. (2013). ESG in Focus: The Australian Evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529–541. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>
- Garcia, A. M., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Garcia, R. L. M., Peleias, I. R., & Peters, M. R. S. (2014). A teoria da legitimidade e as práticas de evidenciação da Norma ISSO 14001 por empresas brasileiras. *Anais do XIV Congresso USP Controladoria e Contabilidade, São Paulo*, 21.

- García-Sánchez, I.-M., Rodríguez-Ariza, L., & Frías-Aceituno, J.-V. (2013). The cultural system and integrated reporting. *International Business Review*, 22(5), 828–838. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.01.007>
- Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6). <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Giese, G., Nagy, Z., & Lee, L.-E. (2020). Deconstructing ESG ratings performance: Risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting. *The Journal of Portfolio Management*. <https://jpm.pm-research.com/content/early/2020/12/19/jpm.2020.1.198>
- 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>
- Givoly, D., Hayn, C. K., & Katz, S. P. (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The accounting review*, 85(1), 195–225.
- Glezakos, M., Mylonakis, J., & Kafouros, C. (2012). The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(2), 56–68. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n2p56>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020*. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Google. ([s.d.]). *Google Trends*. Recuperado 7 de outubro de 2024, de <https://trends.google.com.br/trends/>
- Gray, G. C., & Silbey, S. S. (2014). Governing Inside the Organization: Interpreting Regulation and Compliance. *American Journal of Sociology*, 120(1), 96–145. <https://doi.org/10.1086/677187>
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis* (7th ed). Prentice Hall.
- Grewal, J., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Shareholder Activism on Sustainability Issues. *Harvard Business School*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2805512>
- Hailemariam, A., & Erdiaw-Kwasie, M. O. (2022). Towards a circular economy: Implications for emission reduction and environmental sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 1951–1965. <https://doi.org/10.1002/bse.3229>
- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1977). The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82(5), 929–964.
- Helfaya, A., Morris, R., & Aboud, A. (2023). Investigating the Factors That Determine the ESG Disclosure Practices in Europe. *Sustainability*, 15(6), 1–23. <https://doi.org/10.3390/su15065508>
- Higgins, R. C. (2012). *Analysis for financial management* (10th ed). McGraw-Hill; https://students.aiu.edu/submissions/profiles/resources/onlineBook/i5a6J5_Analysis_for_Financial_Management_10th.pdf

- Hill, J. (2020). *Environmental, Social, and Governance (ESG): Investing A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*. Academic Press.
- Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). The Effects of Corporate and Country Sustainability Characteristics on The Cost of Debt: An International Investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1–2), 158–190. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12183>
- Hopata, A. C., Ribeiro, F., & Gerigk, W. (2020). Participation in the sustainability index and market value: Evidence in open capital financial institutions. *Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí – REAVI*, 09(14), 97–114.
- Houqe, M. N., van Zijl, T., Dunstan, K., & Karim, A. K. M. W. (2012). The Effect of IFRS Adoption and Investor Protection on Earnings Quality Around the World. *The International Journal of Accounting*, 47(3), 333–355. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.07.003>
- Huang, P., Zhang, Y., Deis, D. R., & Moffitt, J. S. (2009). Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? *Journal of banking & finance*, 33(2), 224–233.
- Iatridis, G. E. (2010). International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), 193–204. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2010.02.004>
- Iatridis, G. E. (2013). Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. *Emerging Markets Review*, 14, 55–75. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.11.003>
- Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., & Baldissarro, G. (2023). The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1917–1927. <https://doi.org/10.1002/csr.2463>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864. <https://doi.org/10.1057/jibs.2012.26>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081. <https://doi.org/10.1002/smj.2268>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting. *Harvard Business School Research Working Paper*, 1–49. <https://papers.ssrn.com/abstract=1799589>.
- Jia, J., & Li, Z. (2022). Corporate sustainability, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *Accounting & Finance*, 62(1), 299–336. <https://doi.org/10.1111/acfi.12791>
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2549–2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Johnston, J., Guidry, R. P., & Trimble, M. (2021). Temporal changes in the value relevance of analysts' forecasts. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 32(2), 7–21. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22478>

- Khalid, F., Razzaq, A., Ming, J., & Razi, U. (2022). Firm characteristics, governance mechanisms, and ESG disclosure: How caring about sustainable concerns? *Environmental Science and Pollution Research*, 29(54), 82064–82077. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-21489-z>
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and firm performance: A bibliometric and meta analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 101668.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Khatib, M. A., Mazzioni, S., & Nobre, L. N. (2023). Desenvolvimento sustentável, sustentabilidade empresarial e geração de valor. Em F. Soler & C. Palermo, *ESG (ambiental, social e governança): Da teoria à prática*. (p. 53). Editora Saraiva.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Kirkerud, S., & Tran, K. T. (2019). *Value relevance of ESG: Is ESG performance value relevant for stock prices in Europe?* [Master's Thesis]. OsloMet-Oslo Metropolitan University.
- Kolozsvári, A. C., & Macedo, M. A. da S. (2016). Análise da influência da presença da suavização de resultados sobre a persistência dos lucros no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 306–319.
- Kong, D., Yang, X., Liu, C., & Yang, W. (2019). Business strategy and firm efforts on environmental protection: Evidence from China. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 445–464. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/bse.2376>. <https://doi.org/10.1002/bse.2376>
- Kostova, T., & Zaheer, S. (1999). Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of the multinational enterprise. *Academy of Management review*, 24(1), 64–81.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105–231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Kronemberger, D. M. P. (2019). Os desafios da construção dos indicadores ODS globais. *Ciência e Cultura*, 71(1), 40–45. <https://doi.org/10.21800/2317-66602019000100012>
- Kulal, A., N, A., Dinesh, S., & M.s, D. (2023). Impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors on Stock Prices and Investment Performance. *Macro Management & Public Policies*, 5(2), Artigo 2. <https://doi.org/10.30564/mmpp.v5i2.5659>
- Lee, G., & Masulis, R. W. (2009). Seasoned equity offerings: Quality of accounting information and expected flotation costs. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 443–469. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.010>
- Li, J., Pan, Z., Sun, Y., Zheng, W., Zhang, Z., & Wang, Z. (2024). From Compliance to Strategy: Paradigm Shift in Corporate ESG Practices. *Academic Journal of*

- Humanities & Social Sciences*, 7(2), 185–193.
<https://doi.org/10.25236/AJHSS.2024.070225>
- Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663.
<https://doi.org/10.3390/su132111663>
- Li, W., Li, W., Seppänen, V., & Koivumäki, T. (2022). How and when does perceived greenwashing affect employees' job performance? Evidence from China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1722–1735. <https://doi.org/10.1002/csr.2321>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60–75.
- Lin, Z. (2024). Does ESG performance indicate corporate economic sustainability? Evidence based on the sustainable growth rate. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 485–493. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.010>
- London Stock Exchange Group. (2023). *Environmental, social and governance scores from LSEG*. https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf
- Longsheng, X., & Hui, Z. (2022). The Influence Mechanism and Data Test of Enterprise ESG Performance on Earnings Sustainability. *Management Review*, 34(9), 313.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2017). *Teoria da Contabilidade: Uma nova abordagem*. Atlas.
- Lu, L. W., & Taylor, M. E. (2018). A study of the relationships among environmental performance, environmental disclosure, and financial performance. *Asian Review of Accounting*, 26(1), 107–130. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2016-0010>
- Luo, L., & Tang, Q. (2014). Does voluntary carbon disclosure reflect underlying carbon performance? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(3), 191–205. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.08.003>
- Ma, H. Y., & Yoo, J. Y. (2022). A study on the impact of sustainable management on earnings persistence and market pricing: Evidence from Korea. *Journal of Business Economics and Management*, 23(4), 818–836.
<https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16436>
- Macedo, P. D. S., Rocha, P. S., Rocha, E. T., Tavares, G. F., & Jucá, M. N. (2022). O Impacto do ESG no Valor e Custo de Capital das Empresas. *Contabilidade Gestão e Governança*, 25(2), 159–175. <https://doi.org/10.51341/cgg.v25i2.2802>
- Maria Junior, E., Carneiro, T. C. J., Louzada, L. C., Zanquetto Filho, H., & Bortolon, P. M. (2020). Earnings Quality: Combined effect of their attributes. *Revista de Administração FACES Journal*, 19(1). <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2020V19N1ART7133>
- Mazzioni, S., Ascari, C., Martinuzo Rodolfo, N., & Baú Dal Magro, C. (2023). Reflexos das práticas ESG e da adesão aos ODS na reputação corporativa e no Valor De Mercado. *RGO - Revista Gestão Organizacional*, 16(3), 59–77.
<http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v16i3.7394>

- Mazzioni, S., Soschinski, C. K., Leite, M., Dal Magro, C. B., & Sanches, S. L. R. (2024). ESG Performance in Emerging Economies. *Macro Management & Public Policies*, 6(1), 21–35.
- Mazzioni, S., Soschinski, C. K., Leite, M., Magro, C. B. D., & Sanches, S. L. R. (2024). ESG Performance in Emerging Economies. *Macro Management & Public Policies*, 6(1), 21–35. <https://doi.org/10.30564/mmpp.v6i1.6202>
- McBrayer, G. A. (2018). Does persistence explain ESG disclosure decisions? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1074–1086. <https://doi.org/10.1002/csr.1521>
- Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?: Enhancing Market Valuation of ESG Performance. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536–549. <https://doi.org/10.1002/bse.1935>
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340–363. <https://doi.org/10.1086/226550>
- Minggu, A. M., Chariri, A., & Prabowo, T. J. W. (2022). Value Relevance of Accounting Information and Noise Trading in Banks and Financial Institutions. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 10(3), 739–748. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2022.100311>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo-Hernández, J. (2019). The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6), 1–11. <https://doi.org/10.1002/csr.1759>
- 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), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Mohd-Sabrun, I., & Muhamad, R. (2023). Do environmentally sensitive companies engage in lesser earnings management behaviour? Evidence from Malaysia. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(3), 1252–1276. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2150510>
- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
- Ngoc, D. H., Cuc, N. T. T., & Manh, T. D. (2020). The Impact of Earnings Quality on Firm Value: The Case of Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 63–72. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.63>
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG

- practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120341>
- Nizam, E., Ng, A., Dewandaru, G., Nagayev, R., & Nkoba, M. A. (2019). The impact of social and environmental sustainability on financial performance: A global analysis of the banking sector. *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 35–53. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.002>
- North, D. C. (1991). Institutions, ideology, and economic performance. *Cato J.*, 11, 477.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Oprean-Stan, C., Oncioiu, I., Iuga, I. C., & Stan, S. (2020). Impact of Sustainability Reporting and Inadequate Management of ESG Factors on Corporate Performance and Sustainable Growth. *Sustainability*, 12(20), 8536. <https://doi.org/10.3390/su12208536>
- Ota, K. (2003). The impact of price and return models on value relevance studies: A review of theory and evidence. *Accounting Research Journal*, 16(1), 6–20.
- Palea, V., Migliavacca, A., & Gordano, S. (2024). Scaling up the transition: The role of corporate governance mechanisms in promoting circular economy strategies. *Journal of Environmental Management*, 349, 119544. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.119544>
- Pandey, D., Agrawal, M., & Pandey, J. S. (2011). Carbon footprint: Current methods of estimation. *Environmental Monitoring and Assessment*, 178(1), 135–160. <https://doi.org/10.1007/s10661-010-1678-y>
- Park, A., & Kim, J. (2020). The Effect of Corporate Social Responsibility Activities on Corporate Earnings Persistence: Financial Companies. *The Journal of Society for e-Business Studies*, 25(4), 155–168. <https://doi.org/10.7838/jsebs.2020.25.4.155>
- Penman, S. H., & Zhang, X.-J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The accounting review*, 77(2), 237–264.
- Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2015). Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, 1–35.
- Pervan, M., Pervan, I., & Ćurak, M. (2019). Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry: Evidence from dynamic panel analysis. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 968–981.
- Pimentel, R. C., & de Aguiar, A. B. (2012). Persistence of quarterly earnings: An empirical investigation in Brazil. *BBR-Brazilian Business Review*, 1, 38–54.
- Pinheiro, A. B., dos, S. J. I. A. S., Cherobim, A. P. M. S., & Segatto, A. P. (2023). What drives environmental, social and governance (ESG) performance? The role of institutional quality. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 35(2), 427–444. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2023-0091>
- Pollman, E. (2019). *Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance* (SSRN Scholarly Paper 3479723). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3479723>

- Pontelli, G. E., Favarin, R. R., Sanfelice, C. P., & Kneipp, J. M. (2022). Environmental, Social and Governance: Uma análise das publicações na Web of Science. *Amazônia, Organizações e Sustentabilidade*, 11(2), 108–127. <https://doi.org/10.17648/aos.v11i2.2563>
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102–116. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>
- Qu, X., & Zhang, G. (2015). Value-relevance of earnings and book value over the institutional transition in China: The suitability of fair value accounting in this emerging market. *The International Journal of Accounting*, 50(2), 195–223. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intacc.2013.01.009>
- Raup, F. M., & Beuren, I. M. (2006). *Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais—Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e prática*. Atlas.
- Refinitiv Eikon. (2022). *Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv*. <refinitiv-esg-scores-methodology.pdf>
- Refinitiv Eikon. (2023). *Pontuações de ESG*. <https://www-ams1.qa.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores>
- Ribeiro, T. de L., & Lima, A. A. de. (2022). Environmental, Social and Governance (ESG): Mapeamento e Análise de Clusters. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, 9(1), Artigo 1. <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v9i1.120>
- Santos, L. P. G. dos, Lima, G. A. S. F. de, Freitas, S. C. de, & Lima, I. S. (2011). Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 174–188. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000200004>
- Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002). <https://www.congress.gov/bill/107th-congress/house-bill/3763>
- Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of business economics*, 86, 867–904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Saygili, E., Arslan, S., & Birkan, A. O. (2022). ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 525–533. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.001>
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). *Earnings quality* (Vol. 17). Accounting Horizons.
- Schmuck, D., Matthes, J., & Naderer, B. (2018). Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect–Reason–Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising. *Journal of Advertising*, 47(2), 127–145. <https://doi.org/10.1080/00913367.2018.1452652>
- Scott, W. R. (1987). The adolescence of institutional theory. *Administrative Science Quarterly*, 493–511.
- Scott, W. R. (2014). *Institutions and organizations: Ideas, interests, and identities* (4^o ed). Sage publications.

- Seifert, R. E., & Vizeu, F. (2015). Crescimento Organizacional: Uma Ideologia Gerencial? *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 127–141. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2015812>
- Setyahuni, S. W., & Handayani, Rr. S. (2020). On the Value Relevance of information on Environmental, Social, and Governance (ESG): An evidence from Indonesia. *Journal of Critical Reviews*, 7(12). <https://doi.org/10.31838/jcr.07.12.09>
- Soeiro, T. D. M., & Wanderley, C. D. A. (2019). A teoria institucional na pesquisa em contabilidade: Uma revisão. *Organizações & Sociedade*, 26(89), 291–316. <https://doi.org/10.1590/1984-9260895>
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490. <https://doi.org/10.1002/smj.820>
- Tan, X., & Li, S. (2023). Environmental responsibility information disclosure, cooperative resources, and enterprise market competitiveness. *Environmental Science and Pollution Research International*, 30(15), 43331–43345. <https://doi.org/10.1007/s11356-023-25315-y>
- Thomson Reuters Eikon. (2017). *Thomson Reuters ESG Scores*. https://www.esade.edu/itemsweb/biblioteca/bbdd/inbdd/archivos/Thomson_Reuters_ESG_Scores.pdf
- Tohang, V., Hutagaol-Martowidjojo, Y., & Pirzada, K. (2024). The Link Between ESG Performance and Earnings Quality. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 18(1), 187–204. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v18i1.12>
- Truong, C. (2012). Information content of earnings announcements in the New Zealand equity market, a longitudinal analysis. *Accounting & Finance*, 52(s1), 403–432. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00438.x>
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>
- United Nations Development Programme. (2024). Human Development Report 2023/2024. Em *Human Development Reports* (<https://hdr.undp.org/system/files/documents/global-report-document/hdr2023-24reporten.pdf>).
- United Nations Environment Programme Finance Initiative. (2004). *Who Cares Wins: The Global Compact Connecting Financial Markets to a Changing World*. <https://www.unepfi.org/industries/investment/global-compact-leaders-summit/>
- Utz, S. (2019). Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample. *Review of Managerial Science*, 13(2), 483–511. <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0256-x>
- Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: Evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363–376. <https://doi.org/10.1108/14691931211248918>
- Wan, G., Dawod, A. Y., Chanaim, S., & Ramasamy, S. S. (2023). Hotspots and trends of environmental, social and governance (ESG) research: A bibliometric analysis—ScienceDirect. *Data Science and Management*, 6, 65–75. <https://doi.org/10.1016/j.dsm.2023.03.001>

- Wang, N., Pan, H., Feng, Y., & Du, S. (2023). How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2021-0515>
- Wang, S., Wang, P., Cebula, R., Foley, M. C., & Li, Y. (2024). *The Impact of ESG Performance on Earnings Persistence and the Quality of Future Cash Flow Forecasts: The Mediating Role of Financing Constraints*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4906978>
- Weber, M. (1947). *The theory of social and economic organization* (A. M. Henderson & T. Parsons, Trads.). Free Press.
- Wilson, R. (2016). Nonprofessional Investors' Framework for Understanding Earnings Quality. *Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 113–126.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed). MIT Press.
- Xie, Y. (2024). The impact of ESG performance on corporate sustainable growth from the perspective of carbon sentiment. *Journal of Environmental Management*, 367, 121913. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.121913>
- Zago, A. P. P., Jabbour, C. J. C., & Bruhn, N. C. P. (2018). Corporate sustainability and value creation: The case of the “Dow Jones Sustainability Index”. *Gestão & Produção*, 25(3), 531–544. <https://doi.org/10.1590/0104-530X2958-16>
- Zeng, L., & Jiang, X. (2023). ESG and Corporate Performance: Evidence from Agriculture and Forestry Listed Companies. *Sustainability*, 15, 6723. <https://doi.org/doi.org/10.3390/su15086723>
- Zhang, D. (2022). Are firms motivated to greenwash by financial constraints? Evidence from global firms' data. *Journal of international financial management & accounting*, 33(3), 459–479.
- Zhang, D., Wang, C., & Dong, Y. (2023). How Does Firm ESG Performance Impact Financial Constraints? An Experimental Exploration of the COVID-19 Pandemic. *The European Journal of Development Research*, 35(1), 219–239. <https://doi.org/10.1057/s41287-021-00499-6>
- Zhang, I. X. (2007). Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 74–115. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.02.002>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371–3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>