

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

MAYRA MARTINS

**A RELAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DAS PRÁTICAS ESG COM O VALOR DE
MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

UBERLÂNDIA-MG

2022

MAYRA MARTINS

**A RELAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DAS PRÁTICAS ESG COM O VALOR DE
MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha

**UBERLÂNDIA-MG
2022**



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis

Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 248 - Bairro Santa Monica,
Uberlândia-MG, CEP 38400-902

Telefone: (34) 3291-5904 - www.ppgcc.facic.ufu.br - ppgcc@facic.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Ciências Contábeis				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico, número 109 - PPGCC				
Data:	23 de fevereiro de 2022	Hora de início:	14:30	Hora de encerramento:	16:30
Matrícula do Discente:	12012CCT014				
Nome do Discente:	Mayra Martins				
Título do Trabalho:	A relação da divulgação das práticas ESG com valor de mercado das empresas brasileira da capital aberto				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade Financeira				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC04 - Contabilidade Internacional e Financeira				

Reuniu-se virtualmente, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores Doutores Neirilaine Silva de Almeida (UFU), Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi (Insper) e Móises Ferreira da Cunha (UFG), orientador da candidata.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Móises Ferreira da Cunha, apresentou a Comissão Examinadora e a candidata, agradeceu a presença do público, e concedeu à discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação da discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir a candidata. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando a candidata:

APROVADA

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Neirlaine Silva de Almeida, Professor(a) do Magistério Superior**, em 23/02/2022, às 17:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Moisés Ferreira da Cunha, Usuário Externo**, em 23/02/2022, às 17:38, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi, Usuário Externo**, em 24/02/2022, às 08:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3354851** e o código CRC **790A2A03**.

Referência: Processo nº 23117.007509/2022-95

SEI nº 3354851

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

M386
2022

Martins, Mayra, 1990-
A relação da divulgação das práticas ESG com o valor
de mercado das empresas brasileiras de capital aberto
[recurso eletrônico] / Mayra Martins. - 2022.

Orientador: Moisés Ferreira da Cunha.
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de
Uberlândia, Pós-graduação em Ciências Contábeis.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2022.175>
Inclui bibliografia.
Inclui ilustrações.

1. Contabilidade. I. Cunha, Moisés Ferreira da, 1971-,
(Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-
graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

CDU: 657

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à Deus e a minha família, pois sem eles não estaria aqui para concluir mais essa etapa da vida.

À minha avó materna, estrela lá no céu, esse título é para a senhora!

À minha mãe, que sempre está presente na minha caminhada, do “jeitinho” dela.

À minha irmã Lahianny, que é o meu apoio, me incentivando a cada conquista, até quando eu nem acreditava em mim.

Aos meus tios, que perceberam o meu gosto pela leitura e estudos desde criança, e sempre me incentivaram com cursos.

Aos meus priminhos, que, nos momentos de desespero e aflição, eram o meu porto seguro, mas também o meu descanso e a fonte das minhas melhores risadas.

Ao meu namorado, que, do “jeitinho” dele, estava ali, ao meu lado, me apoiando nos desesperos e nas felicidades.

À minha irmã do coração, Tatyane, que também estava ali me ajudando, me incentivando, sem ela não existiria essa pesquisa (obrigada pela *Bloomberg*!!!).

Aos meus amigos e também irmãos do coração, Rodolfo e Luciano, que, em todos os meus momentos (bons ou ruins), estavam ali sempre me ajudando a seguir em frente!

Aos meus cunhados, que ouviam meus desabafos e angústias e continuavam ali, me chamando para as gordices e para ouvir isso (não é mesmo, Guilherme?).

À minha psicóloga, que durante esse ano e meio de caminhada acadêmica, esteve disponível para lidar com toda a minha ansiedade.

Aos meus gatinhos, que considero um outro tipo de terapia, acreditando em mim com apenas um olhar de carinho.

Ao rock, que estava ali nos meus ouvidos e servindo de inspiração para vários momentos de escrita da dissertação.

Ao meu trabalho como servidora pública federal, à UFTM, que foi parte importante no processo de cursar esse mestrado.

Aos meus amigos e docentes do mestrado, com os quais tive a chance de entender um pouco mais sobre a vida acadêmica, seus desafios e possibilidades gigantescas!

Ao meu orientador, Professor Doutor Moisés, que acreditou em mim e me possibilitou estudar uma área que sempre fez os meus olhinhos brilharem, que é Finanças!

Enfim, trabalho duro feito, dissertação concluída, mestrado finalizado.

What a ride!!! Obrigada!!!

RESUMO

O termo ESG, simbolizando a preocupação das empresas com questões ambientais, sociais e de governança corporativa tem recebido muita atenção no mercado de capitais. Com isso, o presente estudo teve como objetivo geral investigar qual a associação da divulgação da prática de fatores de sustentabilidade ESG por empresas brasileiras de capital aberto com os seus valores de mercado, verificando o ESG (total) e também os fatores separadamente (*environmental, social and governance*) como objetivos específicos. A amostra da pesquisa teve dados de 106 empresas da B3, entre o período de 2012 a 2020. Como metodologia, foram utilizadas as bases *Bloomberg* para os dados ESG e *Refinitiv Thomson Reuters* para as demais variáveis. As variáveis para valor de mercado foram Q de Tobin e *market-to-book*, para criação de maior robustez e, como técnica estatística, a regressão de dados em painel. Como resultado, verificou-se que os fatores ESG não se apresentaram significantes em relação ao valor de mercado, com exceção da variável S (social), que mostrou associação marginalmente significativa e positiva com a métrica Q de Tobin. Assim, pode-se considerar que a divulgação do fator social é a única, até o momento, que se coloca como relevante para os participantes do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: ESG. Sustentabilidade no Brasil. Valor de mercado. Q de Tobin. *Market-to-book*.

ABSTRACT

The ESG term, symbolizing the concern of companies with environmental, social and corporate governance issues, is the newest attention of the capital market. Thus, this study aimed to investigate the association between the disclosure of the practice of sustainability ESG factors by publicly traded Brazilian companies with their market values, checking the ESG (total) and also the factors separately (environmental, social and governance) as specific objectives. The research sample had data from 106 B3 companies, between 2012 and 2020. As a methodology, the Bloomberg databases were used for ESG data and Refinitiv Thomson Reuters for the other variables. The variables for market value were Tobin's Q and market-to-book, to create greater robustness and, as a statistical technique, panel data regression. As a result, it was found that the ESG factors were not significant in relation to market value, with the exception of variable S (social), which showed a significant and positive association with Tobin's Q metric. Thus, it can be considered that the disclosure of the social factor is the only one, so far, that stands out as relevant for participants in the Brazilian capital market.

Keywords: *ESG. Brazilian sustainability. Market value. Tobin's Q. Market-to-book.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 01: Descrição dos Principais Fatores ESG.....	20
Figura 02: Desenho da pesquisa	44
Quadro 01: Comparação entre <i>disclosure</i> voluntário e obrigatório	21
Quadro 02: Hipóteses e Variáveis Resposta da Pesquisa.....	36
Quadro 03: Resumo das variáveis e <i>proxy</i>	41
Quadro 04: Matriz de amarração metodológica	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas	47
Tabela 02: Matriz de Correlação entre variáveis do estudo	106
Tabela 03: Testes dos pressupostos das regressões (ESG, ENV, SOC e GOV)	49
Tabela 04: Regressões Q de Tobin e divulgação ESG (total), E, S e G	51
Tabela 05: Regressões <i>Market-to-Book</i> e divulgação ESG (total), E, S e G	52
Tabela 06: Regressões (Controle Setores B3) e divulgação ESG (total), E, S e G	64
Tabela 07: Regressões (Controle Anos) e divulgação ESG (total), E, S e G	69

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa.....	9
1.2 Objetivos.....	12
1.3 Justificativas	12
1.4 Contribuições.....	15
1.5 Delimitação do estudo	16
1.6 Estrutura do Trabalho	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 O ESG.....	19
2.2 A divulgação do ESG	21
2.3 ESG e Valor.....	23
2.4 <i>Environmental</i> (E) e Valor	27
2.5 <i>Social</i> (S) e Valor	30
2.6 <i>Governance</i> (G) e Valor	32
2.7 ESG e o mercado de capitais brasileiro	35
3 MÉTODOS DA PESQUISA	37
3.1 Classificação da Pesquisa	37
3.2 Seleção e Caracterização da Amostra.....	37
3.3 Instrumento de Pesquisa e Coleta de Dados.....	38
3.4 Técnicas de análise quantitativa dos dados	39
3.5 Desenho da Pesquisa	44
3.6 Matriz de Amarração Metodológica.....	45
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	46
4.1 Análise Descritiva das Informações	47
4.2 Resultados e Discussão - ESG e Valor.....	49
4.3 Resultados e Discussão – <i>Environmental</i> (E) e Valor.....	56
4.4 Resultados e Discussão – <i>Social</i> (S) e Valor.....	58
4.5 Resultados e Discussão – <i>Governance</i> (G) e Valor.....	60
4.6 Resultados e Discussão – Controle por Setores B3.....	63
4.7 Resultados e Discussão - Controle por Anos (Evolução ESG).....	67
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	72
REFERÊNCIAS	74

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa

“*Do well by doing good*” ou “Se sair bem fazendo o bem” (PARMAR *et al.*, 2010; PORTER, KRAMER, 2011). Essa citação introduz a ideia de que uma companhia pode se beneficiar no desempenho financeiro e valor de mercado ao praticar ações que promovam a proteção ao meio ambiente, ao bem-estar social e a manutenção de uma gestão corporativa competente. Essas práticas são conhecidas por vários nomes: sustentabilidade corporativa/empresarial, *Triple Bottom Line (Profit, Planet, People)*, responsabilidade social corporativa (CSR) ou, no momento atual, ESG (*environmental, social and governance*).

Friedman (1970), em uma visão neoliberalista, defendeu que o papel de responsabilidade social é de cada indivíduo, e não das companhias, que devem se interessar apenas pelo aumento dos seus lucros. Isso começou a se alterar quando o termo desenvolvimento sustentável surgiu, na Primeira Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, na cidade de Estocolmo, em 1972. Nesse conceito, o crescimento da economia deve ser feito em conjunto com a proteção do meio ambiente e a valorização da sociedade, ou seja, “desenvolvimento que atende às necessidades do mundo atual sem comprometer a capacidade das gerações futuras de terem suas necessidades atendidas.” (ELKINGTON, 2012, p. 92).

Já em 1994, surge o modelo tripé da sustentabilidade (ou modelo *Triple Bottom Line - TBL*), do mesmo autor, Elkington (2012), que faz uso de três dimensões, consideradas essenciais para a junção pacífica entre organização e ambiente: social, ambiental e econômica (ou *people, planet and profit - PPP*). Mais tarde, surgem os critérios ESG, nos quais as empresas se baseiam para a elaboração de seus relatórios sociais qualitativos e quantitativos, com foco nas dimensões do TBL (SWARNAPALI, 2020) e a fim de proporcionar uma vantagem competitiva por meio da sustentabilidade corporativa.

Neves e Martinez (2020, p. 8) afirmam que “a partir do momento em que são inseridos no planejamento estratégico, os GAS trazem resultados positivos que impactam toda rede da organização e a lucratividade da mesma [...]”, sendo a sigla GAS uma tradução de ESG (governança, ambiental e social). Essa sustentabilidade corporativa oferece benefícios às empresas dos países em desenvolvimento, como o Brasil, que passam por situações como degradação do meio ambiente e grande concentração de renda enquanto evoluem economicamente (LU *et al.*, 2014). Segundo esses últimos autores, os benefícios vêm pela

aplicação de estratégias relacionadas à responsabilidade social corporativa, como forma de amenizar os impactos dessas situações ocorridas no ambiente e nas relações sociais.

As divulgações das práticas ESG podem ocorrer de quatro modos: dentro do relatório financeiro anual (em algum tópico específico), no relatório de sustentabilidade social, no relatório de emissão de gases de efeito estufa (para questões ambientais) e, como forma mais atual, no relato integrado (BURKE; CLARK, 2016). Por meio desses relatórios, consegue-se visualizar o que a empresa está evidenciando a respeito de suas ações nos três pilares ESG, porém, não são documentos livres de itens como o *greenwashing* ou *socialwashing*. Esses dois comportamentos referem-se às tentativas de passar uma impressão não condizente com a realidade aos investidores e outras partes interessadas em questões ambientais e sociais, como corroboram Fatemi, Glaum e Kaiser (2018).

No que tange ao valor e mercado de capitais, os autores Zago, Jabbour e Bruhn (2018) defendem que as empresas que se encaixam em modelos de sustentabilidade são passíveis de possuir melhores preços nas ações, o que pode aumentar os seus retornos e trazer um menor custo de capital, considerando o longo prazo. Outro estudo cita que as práticas de responsabilidade social corporativa têm como resultado negativo o aumento dos custos, mas também como forma positiva uma vantagem competitiva, com benefícios relacionados ao desempenho da empresa e do mercado de capitais (YOON; LEE; BYUN, 2018).

Parte desses resultados no mercado tem relação com aqueles investidores, que, segundo Iyer e Kashyap (2009), estão dispostos a receber um retorno menor ao investir em empresas socialmente responsáveis, pois também se preocupam com questões não econômicas em suas estratégias. Em um estudo realizado com potenciais investidores brasileiros, concluiu-se que esses almejam, em seus futuros investimentos, combinar retorno financeiro com negócios que buscam a sustentabilidade (ROSA; OLIVEIRA; GROHMANN, 2017).

Ao nível Brasil, as companhias listadas na Bolsa de Valores (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão) podem ter um estímulo a mais para adotarem esses modelos sustentáveis, ou seja, o aumento de visibilidade por suas partes interessadas, gerando maior valor de mercado e desempenho financeiro. Há inclusive, desde o ano de 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da B3, que inclui, em sua carteira, as ações de empresas que apresentam preocupações e comprometimento com a causa socioambiental e que, com isso, investem em projetos com o objetivo de melhorar as questões externas (ambientais e sociais), além de internas (também sociais e corporativas – governança), relativas à comunidade ao seu redor.

Ainda no Brasil, há pesquisas com foco na análise da relação da sustentabilidade com o desempenho econômico-financeiro (*mainstream* – o mais convencional – das pesquisas na área), baseando-se em investimentos em empresas sustentáveis, geralmente utilizando os índices da B3, como o ISE e o Ibovespa (CUNHA, SAMANEZ, 2014; FERNANDES, LINHARES, 2018; LAMEIRA *et al.*, 2013; SILVA, QUELHAS, 2006; TUPY, 2008). Quanto ao valor, destacam-se os estudos de Rossi Júnior (2009) e Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Gonçalves (2018). O primeiro estuda a relação entre a participação no índice ISE e o valor da empresa, entre 2005 e 2007, utilizando o Q de Tobin como *proxy*. Já o segundo utiliza o modelo de Ohlson para estimar o *value relevance* de empresas da bolsa de valores brasileira entre o período de 2010 a 2015. Porém, as observações acerca de critérios ESG com o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto em períodos mais recentes (últimos cinco anos, por exemplo) ainda são escassas, em especial com a utilização dos índices Q de Tobin e *market-to-book ratio*.

Além disso, sabe-se que os países da União Europeia e os Estados Unidos são predominantemente desenvolvidos, e o Brasil está em desenvolvimento. Assim, é plausível questionar se resultados diferentes podem ocorrer com as corporações brasileiras. Estudos como o de Yoon, Lee e Byun (2018) mostram a diferenciação da responsabilidade social corporativa entre os países desenvolvidos e emergentes, esse especificamente na Coreia do Sul. Esses autores afirmam que, em países desenvolvidos, as empresas desenvolvem práticas ESG, enquanto nos países emergentes, isso é geralmente iniciado por meio do governo, que exige o mesmo das empresas. Exemplos disso são a China, Índia, Brasil e África de Sul (YOON; LEE; BYUN, 2018). Além disso, se essas ações governamentais conseguirem impactar na sociedade, principalmente em questões como redução da pobreza, corrupção e direitos humanos, as empresas dessas nações em desenvolvimento podem ter incentivos para investir no ESG e, assim, promover o bem-estar social naquela localidade. Porém, as companhias desses países ainda são mais interessadas no lucro e na eficiência, quando se compara com a preocupação com o meio-ambiente, com a distribuição da riqueza e a comunidade.

Os fatores ESG e suas divulgações, das empresas em nível mundial, atualmente, são estudados, revisados, classificados e medidos, com atribuição de pontos, por meio de analistas específicos da área. As pontuações estão presentes nas bases de dados das principais plataformas de negócios destinadas a auxiliar os investidores, como, por exemplo, a Bloomberg (*Bloomberg ESG Disclosure Scores*), a Thomson Reuters (*Refinitiv ESG Data*) e a Morgan Stanley (*MSCI ESG Indexes*). A base Bloomberg, utilizada nesse estudo, transforma

os dados qualitativos das empresas em dados quantitativos por meio de análises dos relatórios sobre sustentabilidade, unindo a parte teórica e prática (PARK; RAVENEL, 2013) e ajudando, assim, o mercado de capitais em suas decisões, com base em ferramentas de valor.

Quanto ao valor de empresa, esse pode ser captado por meio de dois indicadores financeiros principais: o Q de Tobin e o *market-to-book*. O Q de Tobin (TOBIN, 1969) é a razão entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição de seus ativos físicos, enquanto o *market-to-book* - MTB ou ME/BE (FAMA; FRENCH, 1992) é a razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor patrimonial que é encontrado na contabilidade. As duas fórmulas serão utilizadas aqui, para maior robustez da pesquisa.

Considerando os pontos sustentabilidade e valor citados anteriormente, espera-se então responder ao seguinte problema de pesquisa: qual é a relação da divulgação de práticas ESG com o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto?

1.2 Objetivos

O objetivo geral desse estudo é investigar qual a associação da divulgação da prática de fatores de sustentabilidade ESG por empresas brasileiras de capital aberto com os seus valores de mercado.

Ademais, para obter a resposta do problema de pesquisa, os seguintes objetivos específicos são listados:

- a) verificar a relação entre a divulgação da prática dos três fatores em conjunto (ESG) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado;
- b) verificar a relação entre a divulgação da prática do fator E (*environmental*) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado;
- c) verificar a relação entre a divulgação da prática do fator S (*social*) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado;
- d) verificar a relação entre a divulgação da prática do fator G (*governance*) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado.

1.3 Justificativas

O tema sustentabilidade começa a entrar na agenda das empresas e da academia, em nível mundial. Conca *et al.* (2020, p. 1) mencionam que “na última década, o crescimento da atenção voltada às questões sustentáveis levou ao aumento na disseminação de informações

ambientais, sociais e de governança corporativa, as práticas ESG”. A divulgação de fatores ESG é associada a um maior valor da empresa, segundo Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), Qiu, Shaukat, Tharyan (2016) e Li *et al.* (2018). Os primeiros observaram que as companhias norte-americanas com altos índices sustentáveis tinham desempenho superior do que outras a longo prazo, tanto no mercado de renda variável como nos indicadores contábeis. Os segundos evidenciaram que o aumento de divulgação de questões sociais levou a uma elevação do valor de mercado das empresas que compõem o índice da bolsa britânica FTSE350, pois os investidores esperam uma influência positiva dessa ação nos fluxos de caixa futuros. Li *et al.* (2018), por sua vez, mostraram que há vários estudos que tentam estabelecer uma relação entre a divulgação das práticas ESG e o valor da companhia, como os anteriores. Porém, por motivos metodológicos (mensurações, restrições de dados e modelos incorretos de especificação), não há consenso nos resultados, apresentando aspectos positivos, negativos e neutros.

Continuando no nível internacional, Conca *et al.* (2020) examinaram essas variáveis, utilizaram, como amostra, as companhias listadas em Bolsas de Valores na União Europeia, no setor de *agri-food*. Concluíram que a divulgação ESG afetou positivamente a lucratividade dessas empresas, no tocante aos fatores *environmental* e *social*, mas houve uma relação negativa entre valor de mercado e *governance*.

Ainda há as pesquisas de países emergentes, cada vez mais atuais e presentes na literatura, que relacionam o valor de mercado das empresas e o ESG, ao compará-los com as nações desenvolvidas (BHASKARAN *et al.*, 2020; TING *et al.*, 2020; YU, GUO, LUU, 2018). Também há aquelas que optam por verificar essa questão somente em um país emergente: Coreia do Sul (KIM, PARK, LEE, 2018; YOON, LEE, BYUN, 2018), China (BING, LI, 2019; ZHANG, QIN, LIU, 2020), Índia (CHAUHAN, KUMAR, 2018; SAINI, SINGHANIA, 2019), Egito (ABOUD; DIAB, 2018) e Malásia (LAU, 2019). No Brasil, conforme mencionado anteriormente, não há conhecimento de pesquisas entre a divulgação de informações ESG pelas empresas, medido pelo índice ESG de uma plataforma mundial de alta relevância entre investidores (*Bloomberg*) e as variáveis Q de Tobin e *market-to-book*. Os achados demonstram que a maioria dos estudos ainda se concentram na relação entre o critério ESG e o desempenho econômico-financeiro da companhia e não o desempenho de mercado, que é captado pelas variáveis mencionadas anteriormente.

O Brasil, país subdesenvolvido e emergente, possui características que propiciam esse estudo. A primeira envolve a estrutura legal: o país adota o regime *code law* (OLIVEIRA; COSTA JUNIOR; SILVA, 2013), com regulamentação contábil prevista em leis

governamentais e também menor proteção ao investidor, em detrimento ao regime jurídico *common law*, baseado em usos e costumes e no direito consuetudinário. Há ainda questões que o diferenciam dos outros países emergentes na área industrial, como o alto custo de financiamentos e de carga tributária e um sistema tributário de baixa qualidade, ambiente macroeconômico volátil, com burocracias e pouca segurança jurídica (CNI, 2020).

Além das constatações anteriores, o país mostra um cenário frágil quando se pensa em questões institucionais (governança) e sociais (social) (SOARES *et al.*, 2018). Os autores também constataam que o Brasil possui empresas com dificuldade de acesso ao financiamento por meio do mercado de crédito, apesar de possuir um sistema financeiro voltado à tomada de dívidas por meio de instituições financeiras e em menor intensidade pelo mercado de capitais. Sendo um país no qual a fonte de financiamento advém majoritariamente dos credores (bancos), as empresas acabam por evidenciar informações de forma diferente do que seria se fosse pelo modelo do mercado acionário, onde a divulgação tem maior probabilidade de ser mais clara e concisa para o investidor (COSTA; LOPES; COSTA, 2006).

Outro ponto de interesse é a estrutura acionária. Há o modelo *shareholder* e *stakeholder*. Costa, Lopes e Costa (2006) afirmam que o mercado de capitais tende a ser mais desenvolvido no modelo *shareholder* do que no *stakeholder*, e que o Brasil possui o segundo modelo, no qual o controle acionário tem alta concentração em poucos acionistas, ao invés de disperso.

Assim, esse tipo de observação no Brasil se justifica por ser um país emergente e possuir características difusas, no qual ainda há pouco conhecimento sobre a relação ESG e valor de mercado, apresentado pelas próprias métricas mercadológicas (ao contrário dos países desenvolvidos). Além disso, “os recursos econômicos, naturais e humanos fazem do Brasil um importante candidato para estudos sobre desenvolvimento sustentável e responsabilidade social corporativa” (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018, p. 1). O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, com o aumento da base de investidores e volume de investimentos (CRISÓSTOMO; FREIRE; VASCONCELLOS, 2011), faz com que seja necessário que as empresas direcionem as suas estratégias, se concluírem que os critérios ESG têm algum tipo de associação com os seus valores de mercado.

Portanto, há lacunas na literatura que tornam-se justificativas para o presente estudo, podendo-se elencar: (i) a falta de consenso encontrada nas pesquisas; (ii) os estudos escassos que as medidas de *environmental, social and governance* apresentam no meio acadêmico das Ciências Sociais Aplicadas e mercado brasileiro; (iii) os possíveis resultados de práticas ESG

no valor das empresas brasileiras, que estão em um mercado emergente; (iv) a relevância cada vez maior do mercado de capitais no Brasil, com a entrada de novos investidores; (v) e as contribuições práticas (aos órgãos reguladores, investidores e mercado de capitais).

De acordo com as justificativas, torna-se válido realizar uma pesquisa que abarque as empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão), em sua relação com as práticas sustentáveis e seu valor de mercado. Já foi visto que as pesquisas ainda procuram relacionar o desempenho econômico-financeiro com o ESG, mas nacionalmente não há observações que levam em consideração duas métricas de mercado para a criação de maior robustez. Além disso, o estudo em empresas de capital aberto se justifica pelo *disclosure* de informações financeiras e não financeiras aos investidores, sendo de livre acesso ao público e utilizado por corporações de tecnologia e dados para o mercado financeiro (como a *Bloomberg*) para a composição de índices (como o *Bloomberg ESG Disclosure Scores*).

1.4 Contribuições

A partir das evidências fornecidas, espera-se que essa pesquisa ofereça contribuições para diferentes usuários. Para os gestores de empresas de capital aberto, tanto as informações financeiras como as não financeiras são consideradas na tomada de decisões. A partir do estudo da relação ESG e valor das entidades, os administradores podem optar por melhorar ou aumentar a sua relação com as questões sustentáveis. Assim, podem obter ou continuar com uma alta avaliação em índices que tratam do assunto e, conseqüentemente, alcançar mais investidores e consumidores que se interessem por essa temática. Além disso, ao indicar qual/quais das práticas são mais propensas a gerar valor, outras deliberações podem ser tomadas a fim de aumentar o foco na (s) medida (s) que geraram menor relação, mas que são igualmente importantes.

Os investidores e analistas também são abarcados na contribuição do estudo. Ao descobrir qual a relação entre valor de mercado e ESG, se positiva, negativa ou neutra, esse grupo pode tomar suas decisões de investimento, com vistas ao ganho no curto prazo (com a valorização e venda de ações) ou ao acompanhamento de longo prazo de uma empresa que é valorizada pelo mercado, por suas medidas sustentáveis. E, também, os analistas podem concluir que essas variáveis devem ser encaixadas em suas análises. Já os órgãos reguladores e o governo, ao perceberem a relação de valor de mercado com o ESG, podem propor medidas (normas de sustentabilidade e fiscalização, pelos órgãos reguladores; subsídios, pelo governo) para as empresas de determinado setor ou do mercado em geral que apliquem os

critérios sustentáveis em suas atividades, de forma que isso seja visto e reconhecido pelo público investidor e ocorra o aumento da captação de recursos no mercado brasileiro de capitais (desenvolvimento da bolsa de valores).

A academia também pode ser beneficiada, tanto em questões práticas como teóricas. Kothari (2001), já em 2001, mostrou, na época, que os principais interessados em estudos que envolvem o mercado de capitais, análises fundamentalistas e *valuation* seriam os próprios pesquisadores da Contabilidade, o que pode ser comprovado pela quantidade de publicações sobre o tema em periódicos da área. Logo, essa pesquisa pode contribuir com a academia contábil, pois envolve mercado de renda variável, cada vez mais relevante com a entrada de novos investidores, e valor de empresas, além da junção com o *disclosure* de informações não financeiras, mas também necessárias para a tomada de decisão dos *stakeholders*. Além dos pesquisadores, e considerando a evolução do mercado de capitais, outros participantes também se mostram interessados, como os investidores e analistas. Como contribuição teórica e ponderando-se os estudos anteriores citados, é uma pesquisa que avança na literatura ao acrescentar o Brasil no circuito de pesquisas sobre as implicações econômicas do ESG em países emergentes, com o foco na divulgação dos critérios e o valor de mercado da empresa.

Como contribuição social, há de se pensar na relação entre empresas e mercado de capitais. Se pesquisas como essa mostrarem uma associação positiva entre a reação de mercado com as práticas ESG, isso pode encorajar e fomentar as empresas a melhorar a divulgação desses itens sustentáveis.

1.5 Delimitação do estudo

Como base conceitual, esse estudo é abarcado por uma teoria principal e duas lentes teóricas secundárias. Primeiramente, a principal, é a Teoria Normativa dos *Stakeholders*, visto que é uma pesquisa que tentará entender se os fatores ESG podem diminuir os impactos das atividades (diversos setores) e, conseqüentemente, gerar valor para a entidade (valor de mercado), além de maior lucratividade, agradando aos seus *stakeholders* (funcionários, fornecedores, comunidade, bancos, agentes reguladores, etc.) com o gerenciamento desses efeitos. Do mesmo modo, Conca *et al.* (2020, p. 3) dizem que “essa boa administração é premiada pelos *stakeholders* (investidores, consumidores e funcionários) por meio de investimentos, consumo e melhor produtividade”.

Como lentes teóricas e secundárias, considerou-se a Teoria da Agência, apresentada no trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976). De acordo com Li *et al.* (2018), ao

disponibilizar maiores dados ESG, a assimetria de informação entre principal (*stakeholders*) e agente (gestão) pode ser reduzida e as relações fortalecidas, com fatores que melhoram o desempenho operacional (investimentos, consumo, comportamento dos empregados) e geram maior valor para a empresa. A última lente teórica e de apoio é a Teoria da Divulgação (VERRECCHIA, 1983), na qual o executivo decide o que evidenciar com base no impacto disso no preço do ativo no mercado. Logo, as informações ambientais, sociais e de governança corporativa são evidenciações que podem causar esse efeito no mercado e devem ser analisadas de forma a mensurar o seu custo-benefício para a empresa.

Em consequência, dois tipos de resultados de pesquisa são encontrados quando se relaciona desempenho financeiro e fatores ESG. Primeiramente, olhando para a Teoria dos *Stakeholders*, tem-se o lado positivo: em um estudo de Frooman (1997), que media a reação do mercado de capitais com determinados comportamentos sociais de empresas, concluiu-se que um fator necessário (mas não suficiente) para aumentar a riqueza dos acionistas é agir de modo socialmente responsável. Um lado positivo é visto no estudo de Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), que, ao estudarem as empresas americanas por 18 anos, concluíram que as que apresentaram maiores índices de sustentabilidade superaram as que possuíam baixos padrões, tanto no mercado de ações quanto no desempenho contábil (retornos ROA e ROE). De modo contrário, Schuler e Cording (2006) mostram que a relação entre sustentabilidade corporativa e desempenho financeiro com resultados negativos é baseada, em parte, pelo custo de oportunidade, pois o gestor, ao utilizar as práticas sustentáveis, pode estar renunciando a outras medidas mais lucrativas. Além disso, esses autores mencionam que há a possibilidade de fracasso, por esses administradores, ao gerir os recursos relacionados às medidas sustentáveis pensando em suas próprias demandas (os chamados Custos de Agência).

Assim, este estudo delimitou-se em colher informações sobre a possibilidade de os critérios ESG influenciarem positiva/negativamente os valores de mercado das empresas, tendo como referência as que se encontram listadas no mercado de capitais brasileiro e, portanto, possuem relatórios e divulgações de informações de livre acesso à sociedade. Como limitações conceituais, são abordados os temas da sustentabilidade (mais especificamente os critérios ESG) e valor de mercado de uma empresa (*market value*). Quanto à delimitação da população objeto do estudo, ele abrange as empresas listadas na bolsa de valores nacional (B3), que possuem pontuação ESG da *Bloomberg*, do período entre 2012 e 2020.

Como limitações práticas, há a metodologia baseada na mensuração do valor de uma organização pelo Q de Tobin (*Tobin's Q*) e pelo *market-to-book*, considerando também os diversos fatores que podem afetar o valor de mercado (preço e volume das ações, tamanho,

alavancagem, etc.) das empresas e o período temporal da pesquisa. O fator ambiental, relacionado com indicadores econômico-financeiros, é algo complexo e esse estudo não esgota o tema. A ocorrência de informações internas que fomentam a assimetria de informações no período analisado também pode alterar o valor das ações e, conseqüentemente, o valor de mercado da empresa.

1.6 Estrutura do trabalho

Esta dissertação encontra-se dividida em cinco capítulos e há também as referências e os apêndices. O Capítulo 1 é essa introdução. O Capítulo 2 trata-se da fundamentação teórica entre os fatores de sustentabilidade ESG, sua divulgação, a noção de valor e pesquisas anteriores que relacionam esses pontos.

No Capítulo 3, encontram-se os métodos da pesquisa, com informações acerca da metodologia, variáveis, procedimento e instrumento de coleta de dados, como também das técnicas estatísticas utilizadas. O Capítulo 4 apresenta a análise, interpretação e discussão dos dados e resultados encontrados. O estudo é finalizado com o Capítulo 5, no qual se disserta a respeito das conclusões, contribuições e limitações da pesquisa e sugestões futuras para as próximas e possíveis investigações sobre o tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O ESG

A lucratividade contínua de uma empresa não depende mais de suas próprias estratégias isoladamente, mas também em como ela pode retornar benefícios à sociedade e ao meio ambiente (HALL, 2017). As empresas realmente têm uma responsabilidade com o ambiente em que se instalam, contrapondo a Teoria dos *Stockholders*, do economista Milton Friedman (1970) e as observações de seus pares Vance (1975) e Wright e Ferris (1997).

Contrariando os estudos neoclássicos citados anteriormente e baseados em várias declarações da Organização das Nações Unidas (ONU), como a Iniciativa Financeira do Programa Ambiental das Nações Unidas (UNEP FI) e o Pacto Global das Nações Unidas, surgem os Princípios para Investimentos Responsáveis das Nações Unidas (UN-PRI), definidos em 2006 e que trazem os fatores ESG como um dos pontos para as tomadas de decisões das empresas (ALSAYEGH; RAHMAN; HOMAYOUN, 2020). Disso, também aparece o conceito de investimentos socialmente responsáveis (*Socially Responsible Investing* – SRI), que consideram não apenas os aspectos econômicos e de contabilidade, mas também o próprio ESG em suas estratégias (SAINI; SINGHANIA, 2019).

Assim, é notado que o ESG tem relação direta com a Teoria dos *Stakeholders* (DRUCKER, 2001; FREEMAN, 1994), já que a diversidade de interessados nas atividades da empresa, além das relações com a comunidade, gestão e meio ambiente, pode fazer com que ela obtenha um bom desempenho financeiro, de acordo com Brooks e Oikonomou (2018). Cada *stakeholder* tem uma importância diferente para a alta administração (*governance*). Além disso, a melhoria do bem-estar do empregado (*social*) e das questões ambientais (*environmental*) podem aumentar o valor de mercado da companhia, conforme sinalizado por Jiao (2010).

Outro ponto sobre o contexto dos critérios ESG deve ser mencionado e se baseia na própria nomenclatura. Segundo Ioannou e Serafeim (2017, p. 2), “os termos sustentabilidade, ESG, não financeiros e responsabilidade social corporativa (CSR) são usados atualmente como palavras intercambiáveis, para descrever relatórios com diferentes graus de foco em questões ambientais, sociais e de governança corporativa”. Na academia e nas corporações, os termos ESG e CSR (*Corporate Social Responsibility* – responsabilidade social corporativa, em inglês) são amplamente utilizados, em momentos até de forma substituta (ABDI, LI, CÂMARA-TURULL, 2020; ALSAYEGH, RAHMAN, HOMAYOUN, 2020; FATEMI,

GLAUM, KAISER, 2018). Não se trata de uma estratégia isolada, vinda de acadêmicos e proposta às companhias, pois já existe, nos Estados Unidos, um comitê específico de contabilidade com foco na sustentabilidade (*Sustainability Accounting Standards Board*) que, até 2017, já tinha emitido normas padrões para 79 indústrias em 10 setores, conforme mostra Hall (2017) em seu artigo.

Como forma esquematizada, tem-se a figura 01, que faz a descrição das principais informações não financeiras advindas dos fatores ESG:

Figura 01: Descrição dos principais fatores ESG



Fonte: traduzido de Hall (2017).

Por se integrar nas condições macro e micro ambientais, os critérios de sustentabilidade têm impacto no desempenho contábil, financeiro e de valor da empresa, mas ainda não há consenso sobre os seus efeitos. Os autores Fatemi, Glaum e Kaiser (2018) citam artigos com resultados negativos, positivos e mesmo sem significância entre a *performance* e evidenciação ESG e o desempenho financeiro ou valor da empresa, que serão apropriadamente mencionados nos próximos tópicos desse referencial.

2.2 A divulgação do ESG

No cenário de divulgação dos fatores ESG, as companhias podem adotar duas formas diferentes de *disclosure*. De acordo com Mervelskempter e Streit (2016), isso pode ser realizado como a prática principal, que é reportá-los separadamente das informações financeiras, em um outro tópico ou por meio de um relatório independente. Há também o relatório integrado. De qualquer forma, sabe-se que empresas que publicam as informações não financeiras (os critérios ESG aqui) têm impacto no seu valor, geralmente com menor custo financeiro e maior lucro operacional, além de pagarem mais dividendos (CHAUHAN; KUMAR, 2018). Assim, visualizar essas formas nas quais as empresas mostram as ações de sustentabilidade à sociedade se torna válido, pois os índices ESG e o consequente valor da empresa (não considerando outras variáveis) são baseados nessas divulgações.

A prática principal torna-se parte do *disclosure* obrigatório, enquanto o relatório integrado, por exemplo, ainda é voluntário. As principais diferenças entre as duas divulgações encontram-se no Quadro 01:

Quadro 01: Comparação entre *disclosure* obrigatório e voluntário

	<i>Disclosure</i> obrigatório	<i>Disclosure</i> voluntário
Conceito	Informações solicitadas obrigatoriamente por leis societárias, princípios contábeis e reguladores.	Informações divulgadas relacionadas à imagem corporativa, relacionamento com investidores e modo de evitar riscos.
Razão	Uso de leis e regulações para transmissão de informações da empresa aberta para os <i>stakeholders</i> .	Comunicação voluntária e considerada relevante entre a empresa aberta e <i>stakeholders</i> .
Conteúdo	Resumo da situação da empresa, informações financeiras básicas e explicação de relevantes transações.	Estratégias futura da companhia, pesquisa e desenvolvimento, análise de informações financeiras e projetos de investimento.
Modo de apresentação	Relatório anual, formulário de referência, comunicado ao mercado e fatos relevantes.	Relatório anual, discurso público, folhetos, <i>site</i> da empresa.
Período	Em determinados períodos do ano (trimestral, anual).	A qualquer momento.
Mecanismo de equilíbrio	Regulação e execução das leis.	Governança corporativa.
Origem da divulgação	Monopólio de empresas com informações próprias.	Globalização econômica e do mercado de capitais.

Fonte: adaptado de Tian e Chen (2009).

Assim, no Brasil, a obrigatoriedade relacionada aos eventos ESG aconteceu em 2016, quando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) decidiu que as empresas deveriam divulgar obrigatoriamente as informações socioambientais (B3, 2021). A divulgação pode ser juntamente com o seu relatório anual, no formulário de referência ou o próprio relatório de

sustentabilidade e, se não divulgadas, a CVM adota a ação “Pratique ou Explique” para que as empresas justifiquem a não utilização da prática. Como *disclosure* voluntário, ainda se encontram as informações em anúncios, sites das companhias e o próprio relato integrado.

Há de se considerar um certo *trade-off* entre a divulgação de informações pelas empresas e suas avaliações pelo mercado. Segundo Xie *et al.* (2019), essa troca é baseada no seguinte processo: as empresas desejam divulgar somente as informações positivas aos investidores, evitando as que consideram negativas. Porém, ao evitar o negativo, esses (investidores) conseqüentemente descontam o real valor da companhia, pois acatam essas informações evitadas e não divulgadas como não benéficas para eles. Assim, as empresas acabam por realizar maiores *disclosures*, sendo eles favoráveis ou não.

Apesar desse *trade-off*, na prática principal de divulgação, Burke e Clark (2016) citam os quatro modos mais tradicionais de publicação pelas companhias: o próprio relatório financeiro anual, o relatório de sustentabilidade social corporativa, o relatório de emissão de gases de efeito estufa e, agora, o relato integrado. Cada um desses tem objetivo, público, conteúdo, estrutura e regulação diferenciados.

Em uma visão rápida, o relatório anual aborda um resumo do desempenho financeiro e operacional da empresa, sendo direcionado aos *shareholders*, normatizado por regras internacionais (como *US GAAP* e *IFRS*) e é obrigatório, já que nele estão contidas as demonstrações contábeis anuais. O relatório de sustentabilidade social corporativa mostra os efeitos ambientais, sociais e econômicos das atividades da companhia, feito para os principais *stakeholders*, de acordo com os padrões da Iniciativa de Relatório Global (GRI) e pela Organização das Nações Unidas (ONU), e publicado de forma voluntária. O relatório das emissões de gases de efeito estufa (GHG) divulga as emissões dos gases tóxicos pela entidade (além de sua política interna sobre o tema), o governo é o seu principal usuário: as normas vêm pelas agências de proteção ambiental; e ele é obrigatório em países como os Estados Unidos (BURKE; CLARK, 2016).

O relatório integrado, muito comentado atualmente, aborda dados financeiros e não financeiros em um único documento. O Conselho Internacional de Relatórios Integrados (IIRC, sigla em inglês para *International Integrated Reporting Council*) tem como membros normatizadores, reguladores, companhias, acadêmicos, profissionais da Contabilidade, dentre outros. Esse grupo conceitua o relatório integrado como “uma comunicação concisa sobre como a estratégia de uma organização, governança, desempenho, e perspectivas, no contexto do meio externo, conduz à criação de valor no curto, médio e longo prazo” (IFAC; IIRC, 2015, p. 2).

Eccles e Krzus (2010), Eccles, Ioannou e Serafeim (2014) e Higgins, Stubbs e Love (2014) afirmam que esse tipo de relatório é superior aos outros tipos citados previamente, pois pode acrescentar valor ao negócio e aos *stakeholders*, além de mostrar a criação do valor adicionado pela empresa. Também há o estudo de Burke e Clark (2016), que aponta como positivo o fato de o relatório integrado promover maior transparência do modelo de negócios da companhia, além de gerar mais confiança para as partes interessadas.

Por outro lado, Landau *et al.* (2020), em um estudo com 50 empresas europeias do índice *STOXX Europe 50*, entre os anos de 2010 a 2016, encontraram evidências de que o relatório integrado influenciou negativamente o valor de mercado, mas que também é necessário analisar a qualidade desses relatórios. Quanto melhor um relatório (ou seja, auditado por uma empresa de auditoria *Big 4* e seguindo os padrões GRI), mais esse efeito negativo é reduzido.

Apesar dos pontos negativos e positivos elencados sobre esse tipo de relatório, ele ainda se encontra em desenvolvimento. Segundo Burke e Clark (2016), sua origem foi na África do Sul, que o colocou como um documento obrigatório de divulgação pelas companhias abertas. Outros países, como os Estados Unidos, apresentam relatórios integrados em forma embrionária. Europa e Ásia já divulgam alguns tipos de informações não financeiras e, por fim, como mencionam os autores, as bolsas de valores brasileira e australiana recomendaram a adoção desse relatório a partir de 2012.

As companhias abertas brasileiras passaram a adotar, de forma obrigatória, a Orientação OCPC 09 – Relato Integrado, a partir de 1 de janeiro de 2021. Essa obrigatoriedade acontecerá quando optarem pela elaboração e publicação do relato integrado (ainda voluntário), conforme Resolução CVM nº 14, de 9 de dezembro de 2020.

2.3 ESG e Valor

A responsabilidade social corporativa (*CSR*, em inglês), assim como o ESG, tem relação com o risco da empresa. Com base na teoria dos *stakeholders*, isso é verificado quando as necessidades dessas partes interessadas são realizadas, o que leva a um menor risco financeiro e menor volatilidade nos preços das ações das empresas (SASSEN; HINZE; HARDECK, 2016). Ainda segundo os mesmos autores, a alta sustentabilidade traz melhor reputação à organização, fidelizando os seus *stakeholders* e fazendo com que notícias negativas não tenham impacto tão negativo em sua performance. Todos esses pontos diminuem os riscos financeiros e de mercado do negócio.

Quanto ao tipo de *disclosure*, Qiu, Shaukat e Tharyan (2016) discorrem que companhias que fazem divulgações sociais têm maior valor de mercado, o que pode ter relação com a antecipação de fluxos de caixa futuros e a maior preocupação dos investidores por essas questões. Já em relação às divulgações ambientais, eles não encontraram nenhum *link* com valor, em um estudo com as maiores empresas do Reino Unido.

Os autores Ioannou e Serafeim (2017) também dividiram os critérios ESG em ESG (total) e E, S e G separadamente, descobrindo que a divulgação geral de critérios ESG tem um impacto positivo e significativo no valor da companhia, enquanto os componentes E, S e G (de forma individual) têm um efeito positivo e insignificante na métrica Q de Tobin (que mede o valor). O mesmo tipo de estudo foi realizado com empresas listadas na US S&P 500, da bolsa de valores americana, e encontrou-se relação positiva entre a performance de mercado (Q de Tobin) e o ESG e seus componentes entre os anos de 2009 a 2018 (ALAREENI; HAMDAN, 2020).

Em relação às ações do governo para a sustentabilidade, o estudo de Ioannou e Serafeim (2017) indica que as regulações sociais e ambientais têm maximizado a avaliação das empresas, conforme mensuração pelo Q de Tobin em quatro países (Dinamarca, África do Sul, China e Malásia), sendo mais um modo de geração de valor do que de destruição. Ainda nesse *paper*, dois pontos de vista contrários em relação ao valor são verificados. O primeiro mostra que a maior divulgação de critérios ESG, por força de regulação, pode levar a uma melhor operação (com processos de redução das emissões de carbono, diminuição de *turn over* dos funcionários e integração da sustentabilidade nos modelos de negócios corporativos) e, com isso, um conseqüente aumento de valor da empresa. Antagonicamente, conforme o segundo ponto de vista, o *valuation* de uma companhia pode ser afetado negativamente pelos custos impostos pelas normas de sustentabilidade, como a divulgação de informações sensíveis ao negócio e a pressão da sociedade pela melhoria dos processos internos (como aperfeiçoamento das condições de trabalho e utilização de novas fontes de energia, ainda onerosas).

A adoção voluntária de práticas ESG também pode ser positiva no que tange ao valor da empresa. Turban e Greening (1996) mencionam que essa ação pode proporcionar melhor qualidade de seus profissionais, Sen, Bhattacharya (2001) falam que ela pode aumentar a demanda por seus produtos e Berman *et al.* (1999) e Hillman e Keim (2001) concluem que isso pode gerar legitimidade social (principalmente com as partes interessadas), o que provavelmente reduz problemas com a fiscalização. Com isso, a voluntariedade de aplicar o ESG pode criar ou melhorar o valor a longo prazo de uma companhia.

Li *et al.* (2018) descobriram uma relação positiva entre a divulgação ESG e avaliação de mercado da empresa quando o poder do executivo é alto, o que pode mostrar que as decisões desse cargo levariam a um melhor desempenho ESG. Além disso, eles afirmam que essa divulgação aumenta o valor da empresa a longo prazo. De acordo com um estudo realizado em 2018 na Índia, um país emergente como o Brasil (CHAUHAN; KUMAR, 2018), em períodos de crise, a divulgação de informações não financeiras, como as práticas ESG, leva a empresa a sofrer menos com as incertezas. Corroborando o último estudo, há o artigo de Vural-Yavas (2021), que, ao estudarem as práticas sociais corporativas na Europa entre 2004 e 2017, encontraram indícios de que, em períodos de incertezas, as empresas utilizam o ESG para aumentar o seu valor e também como uma forma de segurança, na tentativa de diminuir os riscos de suas atividades.

Lo e Sheu (2007), Rossi Júnior (2009), Poddi e Vergalli (2009) e Cheng, Ioannou e Serafeim (2014) apresentam evidências de que empresas que exercem a sustentabilidade em suas estratégias possuem menor custo de capital e maior valor. Segundo Elkington (1994) e a “*triple bottom line*”, a empresa cria valor por meio das medidas sustentáveis, já que há uma relação positiva com o valor de suas ações, ou seja, é uma estratégia de “*win-win-win*” (ganho da empresa – ganho do mercado – ganho da sociedade/*stakeholders*). Outros autores mais recentes, como Clarkson, Overell e Chapple (2011), relataram, por meio de técnicas mais objetivas, que há uma relação positiva entre as informações ambientais e sociais e o valor de mercado da empresa.

As companhias sustentáveis podem performar melhor do que as outras ou não, de acordo com Eccles, Ioannou e Serafeim (2014). Os autores apresentam possíveis motivos para uma melhor *performance* (boas escolhas em relação ao capital humano, cadeia de fornecedores e clientes confiáveis, prevenção de conflitos com a comunidade e inovação em seus processos) como também para um pior desempenho em relação às outras companhias (altos custos com funcionários e benefícios e perda de oportunidades por não condizer com seus valores). Além disso, eles sugerem que a preocupação com a sustentabilidade e o longo prazo podem causar problemas com o mercado, visto que esse entenderá que a companhia não estará apta para conceder bons resultados em um curto período de tempo.

Na questão da transparência de informações, Kim, Park e Wier (2012) citam que um nível maior de responsabilidade social na empresa tem correlação com uma melhor *accountability*, já que diminui a probabilidade de que elas utilizem gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Isso impacta na esfera da governança

corporativa, já que os administradores da companhia têm um comportamento mais ético ao não realizarem tal prática.

De forma contrária aos resultados positivos entre a sustentabilidade e o valor da firma, encontra-se um estudo realizado no Brasil, com 78 empresas listadas e no período de 2001 a 2006. Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2011) indicaram que a responsabilidade social corporativa destruía o valor das empresas, pois os *stakeholders* do país, no tempo analisado, não se interessavam por esse tipo de ação, seguindo uma linha mais neoliberalista como Friedman (1970). A relação negativa surgiu principalmente dos fatores relacionados aos empregados e meio ambiente, que eram justamente os que o país tinha mais foco naquele momento.

Na China, também é encontrado o mesmo resultado entre 2010 e 2014 (redução do valor), porém com outra justificativa: o governo chinês (BING; LI, 2019). De acordo com os autores, como o governo nesse país tem um grande poder em mãos (sistema comunista), as ações sustentáveis acabam sendo influenciadas por ele (motivos não lucrativos) e não voltadas aos interesses de partes interessadas e mercado – contrário ao que ocorre na parcela ocidental do planeta.

Na Europa, entre 2008 e 2016 também foi realizado um estudo sobre a mesma relação (MITTELBACH-HÖRMANSEDER; HUMMEL; RAMMERSTORFER, 2020). Nele, foi descoberto que, a partir da mudança de *disclosure* socioambiental voluntário para obrigatório, o valor das empresas foi reduzido. As explicações são feitas por meio de suposições dos autores: no modo obrigatório, o viés relacionado à liberdade de publicar informações essenciais desaparece; também aparecem novos custos com a elaboração de políticas e relatórios; e, por último, as normas sobre sustentabilidade na União Europeia ainda não eram claras, o que confundia a empresa em suas divulgações.

Zago, Jabbour e Bruhn (2018), em seus estudos sobre a sustentabilidade corporativa e a criação de valor por meio do *Dow Jones Sustainability Index*, mostraram que o mercado não considera de suma importância os dados socioambientais da empresa, o que gera uma precificação nula delas. É válido mencionar que, mesmo quando a pesquisa aponta neutralidade, ela informa que ações sustentáveis podem ter uma vantagem competitiva, citando estudos de Porter e Linde (1995) e Elkington (2012) e que os resultados não podem ser generalizados (generalização de que sustentabilidade não gera maiores retornos a longo prazo para as partes interessadas).

Um estudo com a Índia, país emergente da Ásia, apresentou o fator ESG significativo e positivo em relação ao Q de Tobin, dentro do período de 2008 a 2013 (CHELAWAT;

TRIVEDI, 2016). O Egito, país emergente da África, também apresentou uma pesquisa na qual foi encontrada a mesma relação entre as duas variáveis, porém no período de 2007 a 2006 (ABOUD; DIAB, 2018). Na Coreia do Sul, o estudo de Kim, Park e Lee (2018), com dados entre 2010 a 2014, e o de Yoon, Lee e Byun (2018), no período de 2010 a 2015, também corroboram os estudos anteriores, mostrando que o ESG influencia o valor de mercado das companhias do país. Assim, percebe-se que há estudos que mostram uma relação positiva e significativa entre os fatores ESG e as medidas de valor de mercado de uma empresa em um país em desenvolvimento. O Brasil, ao estar incluso nesse grupo, pode estar seguindo essa linha como o restante desses países, possuindo uma relação positiva.

Outro ponto de relevância a ser citado é o que se encontra no relatório sobre a evolução do ESG no Brasil (PACTO GLOBAL, 2021). Nele, é possível verificar que os investidores, consumidores e outras partes interessadas procuram, cada vez mais, companhias com práticas ESG, seja para investimentos, compras ou até oportunidades de emprego. Matos (2020) cita que uma força motriz que direciona a incorporação de critérios ESG pelos investidores é a transferência da renda entre as gerações, dos *baby boomers* (nascidos entre 1945 e 1964) e os *millennials* (nascidos entre 1981 e 1996), que apresentam outro comportamento em relação aos investimentos. Assim como a mudança de gerações, Matos (2021) também acrescenta que investidores com alto patrimônio e renda também estão preferindo a alocação em investimentos mais sustentáveis.

As empresas brasileiras também estão integradas nessa questão ESG, já que a rede Brasil do Pacto Global da Organização das Nações Unidas atingiu a quantidade de 1.100 membros no Brasil, onde estão inclusas. Logo, essa preocupação dos investidores, aptos a investir nesse tipo de empresas; dos consumidores, aptos a comprar delas; e da própria empresa nessa busca pela melhoria na sustentabilidade, tende a aumentar o valor de mercado dessas companhias.

Considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese H_1 :

H_1 – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação ESG (total) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

2.4 Environmental (E) e Valor

O critério ambiental abrange muitos estudos dentro do ESG. Rover *et al.* (2012) citam que a divulgação de informações ambientais pode afetar o *valuation* da empresa, sendo de suma importância um olhar crítico para essa questão. As ações empresariais no meio ambiente

são relevantes para o preço das ações nos mercados de capitais, segundo dois estudos: de Belkaoui (1976) e Blacconiere e Northcut (1997). Isso porque as empresas têm desempenho melhor após a divulgação de informações sobre a sua relação com o meio-ambiente.

Blacconiere e Patten (1994) mostraram que, quando ocorre algum acidente ambiental relacionado a uma companhia, os investidores tendem a responder de modo menos negativo se ela já costumava divulgar informações sobre esse tópico (E) em seus relatórios. Konar e Cohen (2001), após estudo da relação entre o desempenho ambiental e as empresas do índice S&P 500, da bolsa de valores americana, concluíram que aquelas que apresentavam baixa performance nesse quesito, possuíam menores valores de ativos intangíveis, mesmo com o controle das variáveis que afetam o valor de mercado.

Uma relação negativa entre divulgação de informações ambientais pela empresa e sua *performance* no preço das ações é encontrada nos estudos de Freedman e Patten (2004) e Lorraine, Collison e Power (2004). É válido ressaltar que essas pesquisas se utilizaram das reações do mercado de capitais às informações de impactos negativos no meio ambiente, nas quais as empresas divulgaram, por exemplo, o recebimento de multas ambientais. Sassen, Hinze e Hardeck (2016) e Qureshi *et al.* (2019), ao analisarem empresas europeias, concluíram que aquelas que apresentam sensibilidade maior ao ESG (ou seja, suas atividades operacionais impactam diretamente o meio ambiente, por exemplo) são as que divulgam em maior nível esses critérios em seus relatórios.

Na parte ambiental, as regulamentações e legislações sobre o assunto impactam essa preocupação com a publicidade. Ainda Qureshi *et al.* (2019) apresentaram uma relação entre alavancagem e divulgação ESG por essas empresas: aquelas altamente alavancadas divulgam mais sobre o meio ambiente e o social e a explicação pode ser relacionada à visibilidade delas pelos *stakeholders*, levando a uma maior responsabilidade da administração.

Seguindo esse ponto de vista e considerando que o mercado tem interesse nessas informações, Xie *et al.* (2019) fazem uma relação entre o baixo e o alto nível de divulgações ambientais. Os autores encontraram resultados que mostram que um baixo *disclosure* desses dados já aumenta a reputação da companhia e sua eficiência interna, mas que, quanto mais é divulgado, mais é perigosa a exposição de dados sensíveis, o que pode ser prejudicial ao seu desempenho do mercado. Assim, não há relação significativa entre ações muito dependentes do meio externo (como a redução de emissão de gases tóxicos, políticas e discussões sobre a mudança climática) e o valor de mercado de uma organização; porém, decisões operacionais como implantação de políticas “verdes” na cadeia de suprimentos são mais efetivas.

Há resultados negativos quando se pensa na relação meio-ambiente e valor. Um deles foi citado em uma pesquisa no Reino Unido, entre o desempenho da sustentabilidade social corporativa e o retorno das ações no mercado, na qual Brammer, Brooks e Pavelin (2006) mostram que um investidor, ao comprar papéis de empresas com baixa atuação e divulgação no campo ambiental, conseguiu um retorno 70% maior do que se tivesse comprado de outras com os melhores índices ambientais.

Como resultado neutro, no mercado de capitais da Romênia, o componente *environmental* não impactou significativamente no valor das corporações, ao contrário dos outros critérios e da responsabilidade social corporativa por completo, porém, os possíveis motivos para essa situação não foram apresentados no estudo (GHERGHINA; VINTILĂ, 2016). Também na pesquisa de Nirino, Miglietta e Salvi (2019), com 190 empresas do setor de comidas e bebidas, não foi possível encontrar impactos positivos, visto que há ainda a percepção de aumentos de custos quando a empresa se engaja na proteção ambiental.

Ao nível Brasil e isoladamente na parte ambiental, Pedron *et al.* (2021), ao estudarem a relação entre a divulgação ambiental com retornos e valor de mercado das empresas, utilizando a base Thomson Reuters, concluíram que o *disclosure* ambiental é valorizado pelo mercado de capitais. Segundo os autores, esse achado corrobora a ideia de que essa divulgação reduz assimetria informacional, no que os investidores consideram como menos arriscado o investimento nessas companhias e, conseqüentemente, atribuem maior valor a elas.

Já em 2018, autores citavam a pouca quantidade de estudos que relacionam o mercado de capitais, como o preço das ações, com as práticas sociais responsáveis em países emergentes, justamente o oposto do que ocorria com os desenvolvidos (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018). Nesse mesmo estudo, na parte ambiental entre 2010 e 2015, eles mostram que o mercado brasileiro considerava significativa e positivamente as empresas do setor considerado sensível a essas práticas (aquelas com grande impacto nessa área, como gás e óleo, química, mineradora, etc.). Na Índia, Chauhan e Kumar (2018) mostraram que, apesar de ser um emergente, com pouca proteção ao investidor e aplicação da lei, o *disclosure* ambiental também se mostrou relevante e positivo ao se relacionar com a métrica Q de Tobin, no período de 2007 a 2016.

Também é necessário citar a China, onde Yang, Wen e Li (2020) encontraram influência significativa e positiva entre o critério ambiental e o valor das companhias das regiões oriental e ocidental, sendo esse último o lugar em que se tem mais empresas não estatais. A amostra que consideraram foi de empresas manufatureiras na listadas na bolsa de

valores entre 2006 e 2016, incluindo aquelas que causam grande poluição. Pelas evidências positivas encontradas em estudo anterior no próprio país e outros de países em desenvolvimento, tende-se a entender que o mesmo pode ocorrer no Brasil.

Considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese H₂:

H₂ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério E (*environmental* – ambiental) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

2.5 Social (S) e Valor

No campo social, os potenciais empregados são os mais interessados, principalmente em questões como diversidade, discriminação e segurança do trabalho, segundo Brooks e Oikonomou (2018). Na pesquisa de Frooman (1997), por meio de análise de eventos, foi possível descobrir que as companhias que apresentaram condutas irresponsáveis, em relação ao fator *social*, diminuíram o seu valor de mercado, fazendo os acionistas perderem dinheiro. Talvez também por esse motivo, Bajic e Yurtoglu (2018), em sua pesquisa com 35 países entre 2003 e 2016, concluíram que o fator S, entre os outros da responsabilidade social corporativa, é o que antevê o valor de mercado de empresa. Isso porque essa dimensão considera variáveis diretamente relacionadas com o tratamento de seus *stakeholders*: consumidores, direitos humanos e qualidade dos empregados. Logo, a atenção ao social faria a empresa se sair bem (*do well*) perante seus investidores, conforme dizem os autores.

Cormier *et al.* (2009) perceberam uma relação positiva entre as informações sociais (notadamente divulgações sobre o capital humano) e o valor de mercado de empresas de grande porte do Canadá, justamente porque a evidenciação dessas questões reduz a assimetria de informação. Outro ponto positivo é apontado por Sassen, Hinze e Hardeck (2016), ao citarem que um alto desempenho no critério S (*social*) também aumenta o valor da organização, por meio da redução do risco.

Quando se pensa em diversidade, várias pesquisas abordam a relação entre as mulheres no Conselho de Administração e diretoria (sendo uma prática ESG) e a divulgação ESG, valor de mercado e desempenho da companhia (ARAYSSI, DAH, JIZI, 2016; ARAYSSI, JIZI, TABAJA, 2020; ISOLA, ADELEYE, OLOHUNLANA, 2020; LEE, KIM, 2021; MANITA *et al.*, 2018; VELTE, 2016). Arayssi, Dah e Jizi (2016) pesquisaram as empresas listadas na bolsa do Reino Unido e encontraram evidências de que mulheres na gestão corporativa aumentam a credibilidade, por meio do maior nível de divulgação de informações ESG ao mercado, além de reduzirem os riscos inerentes ao negócio. Velte (2016)

diz, em seu estudo no mercado de capitais da Alemanha e Áustria, que a presença de mulheres na alta administração, mesmo que ainda pequena (aproximadamente 20%), tem um efeito positivo no desempenho ESG. A representação feminina, conjuntamente aos investimentos ESG e executivos confiantes, podem aumentar o valor da empresa no longo prazo, de acordo com Lee e Kim (2021), que analisaram esse tipo de investimento na Coreia do Sul.

Neste mesmo raciocínio, Qureshi *et al.* (2019) falam que as empresas europeias com presença feminina nesses setores apresentam maiores divulgações de critérios ESG (nas suas três dimensões) quando comparadas com as que não possuem mulheres nessa posição. Assim, eles descobriram que há uma associação positiva entre taxa de diversidade de gênero no alto escalão e o valor das empresas europeias listadas, além de uma notoriedade dessa questão pelo mercado. O estudo com resultados neutros vem de Manita *et al.* (2018), que não encontraram relação significativa entre a divulgação dos critérios ESG e a diversidade de gênero nas empresas listadas dos Estados Unidos no período de 2010 a 2015, quebrando o lugar-comum de algumas pesquisas que sugerem que a mulher diminui o risco por ter aversão a ele.

O fator social, além de lidar com empregados e suas relações, também tem relação com o produto gerado pela empresa. Assim, a qualidade, segurança e acessibilidade ao consumo do que é produzido estão inclusos no ESG. E, considerando isso, uma pesquisa de Serafeim e Yoon (2021), que utilizou inteligência artificial para captar notícias sobre sustentabilidade e as reações nas ações das empresas, concluiu que o mercado de capitais somente tende a reagir àquelas que são financeiramente materiais de acordo com o conceito do SASB de materialidade. Em todos os pontos do ESG, os que obtiveram maiores reações do mercado foram os itens sociais relativos justamente ao produto final de uma companhia, bem como os de capital humano.

Apesar de o aspecto social preconizar que haverá o aumento do valor da empresa, outros artigos apontam associações negativas como o de Orlitzky (2013), que encara as informações sustentáveis como um fator que gera desestabilidade em preços e volatilidade no mercado de renda variável. Tamayo-Torres, Gutierrez-Gutierrez e Ruiz-Moreno (2019) apontam duas justificativas para os resultados negativos: primeiramente, que essas diferenças podem ser relacionadas às amostras utilizadas, tipo e tamanho da companhia e condições econômicas, por exemplo; e, secundariamente, o baixo retorno pelos investidores (redução da atratividade no mercado), ao saberem que estão investindo em programas sociais, o que geraria custos e diminuiria as suas riquezas.

O fator social é positivo em relação ao valor da empresa em estudos nos países em desenvolvimento, como no de Aboud e Diab (2018), que pesquisou sobre o ESG no mercado de capitais do Egito, entre 2007 e 2016, concluindo que esse resultado pode ser esclarecido pela teoria dos *stakeholders*. No leste europeu, houve uma interferência positiva da parte social no valor das empresas da Romênia em 2012, tanto em itens relacionados aos empregados, como direitos, capacitação e saúde, como aos consumidores, tratando-se aqui de qualidade e proteção dos produtos (GHERGHINA; VINTILĂ, 2016). Sendo assim, é de se supor que esse panorama positivo também pode estar acontecendo no Brasil, visto que é outro país com características parecidas, estando também no bloco dos países em crescimento.

Considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese H₃:

H₃ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério S (*social* – social) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

2.6 Governance (G) e Valor

As empresas podem fazer divulgações voluntárias para reduzir a assimetria de informações que existe entre *stakeholders* internos e externos, como falam Healy e Palepu (2001). Porém, também podem utilizar a responsabilidade social corporativa para fazer *greenwashing*, conforme Sikka (2017), divulgando boas práticas em uma área, mas apresentando, em outra, um mau comportamento, com o gerenciamento de resultados contábeis e evasão de tributos, por exemplo.

De acordo com a Teoria da Agência, os executivos agem pensando na forma de maximizar os seus benefícios e não os das outras partes interessadas. Os critérios ESG entram nesse pensamento de CEOs mais confiantes não por questão moral e financeira, mas porque investir em sustentabilidade atende ao psicológico dessas pessoas (LEE; KIM, 2021). Com o aumento de investimentos nessa área, executivos confiantes em suas ações geram ou adicionam valor à corporação no longo prazo (LEE; KIM, 2021).

Ainda no leque da Teoria da Agência e a sustentabilidade, há a questão das doações, divididas em: para a caridade, para fundações, e para a política. Liang e Renneboog (2017) pesquisaram, com uma cobertura global, doações no nível da governança e relação com o valor dos *shareholders* e descobriram pontos interessantes em cada uma das três divisões. Primeiramente, as doações de caridade são relacionadas positivamente com o valor atual e futuro da empresa (medido pelo Q de Tobin), principalmente quando realizadas por intermédio de dinheiro em espécie. Secundariamente, fundações também têm relação positiva

com o valor da companhia, e a ajudam quando há problemas fortes de agência, já que garante que esses auxílios vêm realmente do empenho na causa. Por fim, as doações políticas não são bem-vistas pelos investidores, já que não fazem diferença no valor da organização e ainda são relacionadas a uma fraca governança corporativa.

Segundo Brooks e Oikonomou (2018), os indicadores ESG supostamente estão relacionados com a remuneração dos administradores e com fusões/aquisições de uma empresa, situações que impactam diretamente nos processos de governança corporativa, porém mais estudos são necessários para entender essa relação. Já Velte (2019), ao incluir as companhias listadas nas bolsas de valores alemãs no período entre 2010 a 2018, encontraram uma ligação positiva entre o valor de mercado (mensurado comumente pelo Q de Tobin), o ESG e o índice de poder dos CEOs, pois executivos influentes podem ceder às vontades dos *stakeholders* (empresa mais sustentável), com base na implantação de incentivos pela remuneração.

Ainda sobre a estrutura administrativa, é de conhecimento acadêmico que um conselho desenvolvido, com uma diversidade de gênero (principalmente com presença de mulheres), resulta em uma melhor governança (ARAYSSI; DAH; JIZI, 2016). Segundo Manita *et al.* (2019), há um êxito na transparência por meio da feminização do conselho de administração, já que as mulheres, agindo como um grupo minoritário, acabam por afetar as normas internas da empresa.

Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), por meio de sua pesquisa com empresas americanas, relatam que aquelas com alto índice de sustentabilidade possuem um diferente padrão de governança corporativa, que representa as vontades de todos os *stakeholders*, o conselho de diretores tem ligação direta com assuntos sustentáveis e a remuneração dos executivos é relacionada aos indicadores de sustentabilidade. Corroborando os achados, Xie *et al.* (2019) estudaram mais de 6 mil empresas de 74 países, com dados de 2015, e mencionam que as estratégias sustentáveis e uma estrutura independente e diversificada do conselho de administração têm impacto positivo na eficiência corporativa e no valor de mercado de uma companhia.

Jo e Kim (2007) apresentam que a assimetria de informações entre o principal (*shareholders* e *stakeholders*) e o agente (administradores da empresa) é reduzida após o aumento da transparência, desestimulando, assim, o gerenciamento de resultados e a troca de informações privilegiadas entre *insiders*. Ainda em relação ao quesito transparência, as empresas americanas participantes do índice S&P 500 são mais claras e abertas nas ações de governança corporativa, segundo estudo de Tamimi e Sebastianelli (2017), e uma possível

explicação parte da SEC (*Security Exchange Commission* – Comissão de Valores Mobiliários americana), que obriga a divulgação de métricas sobre o critério.

Duuren, Plantinga e Scholtens (2016) consideram que os efeitos das práticas ESG são conduzidos pela própria governança corporativa da empresa, por intermédio das decisões da alta administração sobre ações sustentáveis. Confirmando isso, a pesquisa de Taliento, Favino e Netti (2019), que analisou o impacto das práticas ESG em companhias europeias de capital aberto, diz que o próprio fator G do ESG é responsável pela existência de políticas sociais e ambientais da empresa, já que essas são definidas e implementadas pelos diretores e gerentes.

Ammann, Oesch e Schmid (2011) encontraram que a governança corporativa é positivamente associada ao valor da empresa, de acordo com sua pesquisa por meio do *Governance Metrics Internacional* (GMI). Segundo Tamayo-Torres, Gutierrez-Gutierrez e Ruiz-Moreno (2019), que também encontraram o resultado, o motivo pode ser a criação de políticas internas que dão a devida importância aos fatores éticos na gestão do negócio e que sejam voltadas aos interesses de seus *stakeholders*.

Uma pesquisa no mercado de renda variável da Índia considerou três indicadores para determinar se a governança corporativa é ou não um direcionador de valor para o desempenho de uma empresa: o legal, o de conselho de administração e o de proatividade. Enquanto o indicador de conselho de administração e proatividade retornaram resultados positivos, o legal não obteve o mesmo resultado. Segundo Mishra e Mohanty (2014), o fraco emprego de legislações e normas internas nas organizações indianas afetam a confiança de investidores nelas e, conseqüentemente, o seu valor. Quando se pensa em Europa, estudos envolvendo as empresas da União Europeia, como o de Qureshi *et al.* (2019), encontram que a governança corporativa não tem efeito significativo sobre os seus valores. Esse resultado indica, segundo eles, que a gestão chegou a um ponto de exigência no qual a divulgação de informações desse critério não demonstraria nenhum valor adicional para o mercado.

Ao nível Brasil e isoladamente na parte de governança corporativa, Braga-Alves e Shastri (2011) analisaram o segmento do Novo Mercado da B3 (Bovespa à época), no qual as empresas que possuem participação são reconhecidas pelas suas boas práticas de governança. Ao relacionarem o segmento com um índice proposto na pesquisa, que considerava itens de governança corporativa, concluíram que as companhias participantes possuíam melhores valores de mercado, mas não eram as melhores no desempenho operacional. Mesmo na década passada a esse estudo, Silveira e Barros (2007) já evidenciavam que a qualidade da governança corporativa em empresas brasileiras, em 2002, era associada positivamente aos seus valores de mercado.

Ting *et al.* (2020) verificaram a relação entre desempenho financeiro nos países desenvolvidos e emergentes. Eles consideraram, entre outros e dentro do pilar de governança corporativa, scores de obrigação e eficácia das melhoras práticas na área, de tratamento igual para os *shareholders* e de estratégias de responsabilidade social corporativa. O resultado, entre 2014 e 2018, apontou que os mercados em desenvolvimento têm maior pontuação na última questão, de planos para desenvolvimento da sustentabilidade.

Em mercados em ascensão, como a Índia, é verificado que o *disclosure* de informações sobre governança é relevante, graças ao monitoramento de custos de agência (CHAUHAN; KUMAR, 2018). A consequência disso, segundo o estudo com dados de 2007 a 2016, é que um ponto a mais no item governança gera um aumento na métrica Q de Tobin em 0,049 pontos, sendo o mais significativo em avaliar uma empresa localizada em um país emergente. Como a governança implica em preocupação com a imagem, e é o critério pelo qual é decidido todos os outros dois (ambiental e social), é de se supor que as empresas do Brasil sigam os seus pares de locais emergentes e também entreguem isso de forma positiva em seus valores de mercado.

Considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese H₄:

H₄ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério G (*governance* – governança corporativa) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

2.7 ESG e o mercado de capitais brasileiro

O Brasil é um país emergente que pode se beneficiar de ações ESG pelas empresas. Segundo Cunha e Samanez (2014), a questão social (pobreza, dificuldade de acesso a serviços básicos, etc.) e ambiental (emissão de gases de efeito estufa), além da governança corporativa, que apresenta um aumento de preocupação por parte dos gestores, são fatores desafiantes de sustentabilidade para essas organizações. Por outro lado, a pouca eficiência de mercado com a consequente relevância de empresas sustentáveis pode melhorar as condições estruturais, educacionais e de saúde em países emergentes (FERNANDES; LINHARES, 2018).

Em relação ao mercado de capitais, a bolsa de valores brasileira B3, desde 2005, possui o índice ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), que contempla as empresas que adotam ações de sustentabilidade corporativa, com o intuito de “apoiar os investidores na tomada de decisão de investimentos socialmente responsáveis e induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade empresarial” (B3, 2021). As companhias

elencadas no índice são escolhidas por meio de um questionário de avaliação (pré-requisito) e há a asseguuração da escolha por uma empresa de auditoria (KPMG, em 2021).

Há estudos que compararam a relação de índices de sustentabilidade com o valor de uma empresa (LO; SHEU, 2007; ROSSI JÚNIOR, 2009). Lo e Sheu (2007), ao estudarem o índice de sustentabilidade americano (DJSIGI – *Dow Jones Sustainability Group Index*) no período entre 1999 e 2002, concluíram que a responsabilidade social corporativa tende a aumentar o valor de uma companhia. No Brasil, a pesquisa de Rossi Júnior (2009), com o índice ISE e entre 2005 e 2007, chegou a mesma conclusão dessa relação.

Considerando que as decisões sobre investimentos e financiamentos determinarão os riscos da empresa, o lucro e valor econômico intrínseco da empresa (FALCINI, 1995), faz-se necessário verificar qual a relação do investimento em ESG e sua posterior divulgação nesse valor das organizações brasileiras, que estão diretamente interligadas com meio-ambiente ou com a sociedade e também com a governança. Com as respostas das relações, podem-se identificar, a partir dos estudos anteriores, os motivos para os achados, por meio de discussões. E, por conclusão, chegar às considerações finais dessa pesquisa.

De forma a resumir o referencial teórico, o quadro 02 apresenta as quatro hipóteses de pesquisa anteriormente enunciadas, desmembrando o ESG:

Quadro 02: Hipóteses e variáveis resposta da pesquisa

Hipótese	Enunciado	Variáveis Resposta
H ₁	Há uma relação positiva entre o nível de divulgação ESG (total) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Q de Tobin e <i>Market-to-Book</i>
H ₂	Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério E (<i>environmental</i> – ambiental) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	
H ₃	Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério S (<i>social</i> – social) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	
H ₄	Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério G (<i>governance</i> – governança corporativa) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	

Fonte: elaborado pela autora (2021).

3 MÉTODOS DA PESQUISA

3.1 Classificação da pesquisa

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, quanto aos objetivos, pois descreve comportamentos de determinada população (RAUPP; BEUREN, 2013). Quanto aos procedimentos, é documental, porque, ao interpretar documentos de segunda mão (base de dados *Bloomberg* e dados contábeis), pode extrair deles algum sentido e introduzir valor à análise, “contribuindo com a comunidade científica a fim de que outros possam voltar a desempenhar futuramente o mesmo papel” (RAUPP; BEUREN, 2013, p. 89).

Ainda, o estudo é quantitativo quanto à abordagem do problema, já que investiga o impacto de variáveis independentes em duas variáveis dependentes por meio de técnicas estatísticas. Assim, o método quantitativo auxilia o pesquisador na análise da maneira na qual as variáveis estão associadas ou relacionadas (RICHARDSON, 1999).

3.2 Seleção e caracterização da amostra

A pesquisa utilizou as empresas listadas na bolsa de valores B3 e que possuíam pontuação de divulgação ESG na base de dados *Bloomberg* como amostra. A justificativa para a escolha tem relação com as informações divulgadas abertamente nos sites de relações com investidores (relatórios financeiros e não financeiros), no site da B3, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e plataforma *Refinitiv Thomson Reuters*. Além disso, grande parte dessas empresas de capital aberto tendem a estar no índice base do estudo, o *Bloomberg ESG Disclosure Scores*.

A B3 possui atualmente mais de 400 companhias listadas para negociação de ações. Por suas características diferenciadas, como a estrutura de capital, rentabilidade e índice de alavancagem financeira, as instituições financeiras foram excluídas desse estudo. O período amostral é de 2012 a 2020, abarcando os oito últimos anos, de acordo com o início da disponibilidade de dados das empresas brasileiras na base, além do espaço de tempo entre a oferta pública inicial (IPO) no mercado de capitais e o último ano (2020), totalizando 106 empresas. O ano de 2020, considerado atípico por causa de uma crise sanitária global, é elencado na pesquisa, mas também controlado separadamente por meio de análise *cross-section*.

3.3 Instrumento de pesquisa e coleta de dados

O instrumento para coleta das variáveis independentes é o terminal *Bloomberg*, da *Bloomberg L.P.*, uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro, além de ser uma agência de notícias com cunho em Finanças Corporativas, a nível mundial. Por meio desse terminal, é possível coletar dados para a pesquisa, pois é o acesso à base de dados *Bloomberg ESG Scores*, que contém a *Bloomberg ESG Disclosure Scores (Brazil)*, ou seja, os índices e pontuações dos fatores ESG das empresas brasileiras. Assim, é válido lembrar que há pesquisas que apontam essa relação entre valor de mercado das empresas e ESG em diversos países emergentes e mesmo em desenvolvidos, porém, principalmente nos últimos anos, não foi encontrada essa análise no Brasil.

A base da *Bloomberg* para ESG global possui dados de mais de 11.800 companhias em mais de 100 países, incluindo o Brasil (BLOOMBERG, 2021). Assim, ela consegue captar aproximadamente 88% do mercado global de capitais, segundo informações da própria página na internet. Do mercado brasileiro, na prática, encontra-se apenas uma aproximação de 1/3 de das empresas listadas com dados de divulgação ESG disponíveis na base (106 empresas para esse estudo).

O *Bloomberg ESG Disclosure Scores* possui credibilidade e a pontuação é calculada com base em informações diretamente fornecidas pelas empresas (CONCA *et al.*, 2020). Apesar do *disclosure* dos dados ESG ainda ser voluntário, as companhias que o fazem mostram às suas partes interessadas que atuam com transparência e *accountability* (LI *et al.*, 2018). O banco de dados ESG da *Bloomberg* tem a maior cobertura sobre o tema e o índice é baseado nos relatórios da empresa, como o de sustentabilidade, responsabilidade social corporativa e os das demonstrações financeiras anuais, página na *internet*, além de avaliações junto às companhias. Além disso, abarca mais de 120 medidas quantitativas e qualitativas dentre questões ambientais, sociais e de governança (WONG *et al.*, 2021).

Metodologicamente, o índice de divulgação ESG do banco de dados da *Bloomberg* vai de 0 (zero) a 100 (cem) para os itens ESG, no geral, e os subitens E, S e G, separadamente. No subitem E há informações sobre emissões de gases, água, desperdício e políticas ambientais da empresa, no subitem S há dados sobre empregados, produtos e comunidades relacionadas e, no G, estrutura do Conselho de Administração e remuneração de executivos, por exemplo (IOANNOU; SERAFEIM, 2017). Quanto à pontuação, o valor 0 significa que não há nada divulgado sobre sustentabilidade pela empresa e 100 indica que a empresa divulga todas as informações da composição do índice. É válido entender que a base de dados

avalia somente a existência dessas informações não financeiras, ou seja, o que foi divulgado nos relatórios.

A verificação dos relatórios não financeiros (de sustentabilidade, relato integrado, notas explicativas, etc.) nos sites de relação de investidores das empresas, B3 ou CVM somente foram utilizados para comprovar alguma informação, já que a própria base de dados realiza esse procedimento anteriormente à emissão das pontuações ESG. Para a coleta das variáveis dependentes e de controle inclusas na pesquisa, que se baseiam em dados contábeis e financeiros, foi necessária a utilização da base de dados *Refinitiv Thomson Reuters*, para os respectivos cálculos. Os relatórios financeiros (demonstrações contábeis) das companhias podem ser usados como auxílio à análise contábil dessas variáveis, se necessário.

3.4 Técnicas de análise quantitativa dos dados

Para a análise dos dados, foram utilizadas técnicas estatísticas alinhadas às hipóteses propostas, ou seja: (a) estatística descritiva, para descrever as variáveis independentes, dependentes e de controle, (b) teste de correlação, para medir a associação estatística entre essas variáveis e (c) regressão multivariada com dados em painel, para verificar a relação de todas as variáveis independentes e de controle com as variáveis dependentes Q de Tobin e *market-to-book*, a fim de atingir o objetivo do estudo. Os dados foram testados para verificar se atendiam aos principais pressupostos de uma regressão: normalidade dos resíduos, homocedasticidade dos resíduos, ausência de autocorrelação, não-multicolinearidade das variáveis e outros, com a correção (se necessária).

O controle por setores e por ano também foi realizado. O controle por setores abarca os dez setores de atuação constantes na bolsa brasileira de valores: Bens Industriais; Comunicações; Consumo Cíclico; Consumo Não Cíclico; Financeiro (não abrangendo os intermediários financeiros, como os bancos, que possuem peculiaridades financeiras); Materiais Básicos; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Saúde; Tecnologia da Informação e Utilidade Pública. O controle foi realizado pela separação das empresas em cada setor e pela regressão em dados em painel. O controle por ano foi realizado de 2013 a 2020, por meio de regressão *cross-section*, a fim de encontrar evolução nas divulgações e, conseqüentemente, relações com o valor de mercado das empresas. As regressões, tanto de setores como por anos, foram realizadas com as variáveis dependentes Q de Tobin e *Market-to-Book*.

O Q de Tobin, que é a razão entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição de ativos, ficou com o cálculo assim definido por essa pesquisa:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado} + \text{DIV}}{\text{AT}}$$

Onde:

Valor de mercado (ações) = valor de mercado considerando a quantidade de ações e média da cotação do ano;

DIV = Valor contábil das dívidas de curto prazo somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo, menos o ativo circulante;

AT = Ativo total da companhia.

Um Q de Tobin maior do que 1 significa que a empresa tem incentivo a investir, visto que suas ações estão apresentando valorização. Um Q de Tobin menor do que 1 mostra que a empresa não tem incentivo para investir, pois suas ações sofreram desvalorização.

O MTB (*market-to-book*), outro indicador de valor de mercado, tem o cálculo assim definido:

$$\text{MTB} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{PL}}$$

Onde:

Valor de mercado (ações) = valor de mercado considerando a quantidade de ações e média da cotação do ano;

PL = Patrimônio líquido da companhia.

Um MTB maior do que 1 significa que o mercado reconhece que a empresa vale mais do que está registrado nos valores de livro, ou seja, está valorizando algo que não está sendo captado pela contabilidade ou que até está registrado, mas de forma incompleta (valorização da empresa em relação aos dados contábeis). Um MTB menor do que 1 mostra que o mercado não está reconhecendo o valor (ou alguma parcela) que a contabilidade está registrando em seus demonstrativos.

As variáveis dependentes Q de Tobin e *market-to-book* e as variáveis independentes (ESG, ENV, SOC e GOV) encontram-se no Quadro 03, para resposta às hipóteses H₁ à H₄. Também no quadro há as variáveis de controle (tamanho da empresa, alavancagem financeira, crescimento das vendas, retorno sobre o ativo, *dividend yield*, tempo de listagem da empresa, despesas de capital divididas pelo ativo total, ativo intangível dividido pelo ativo total e caixa e equivalentes de caixa divididos pelo ativo total), sendo as mais utilizadas para esse tipo de pesquisa, de acordo com a literatura.

Quadro 03: Resumo das variáveis e proxy

(continua)

Variável	Medida das variáveis	Relação Esperada	Referências
<i>Variáveis dependentes</i>			
Q de Tobin	Razão entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição de seus ativos físicos (Tobin, 1969).		Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Chauhan e Kumar (2018); Kim, Park e Lee (2018); Li <i>et al.</i> (2018); Lau (2019); Xie <i>et al.</i> (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020); Zhang, Qin e Liu (2020); Lee e Kim (2021); Pedron <i>et al.</i> (2021); Wong <i>et al.</i> (2021).
Market-to-book (MTB ou ME/BE)	Razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor patrimonial contábil (Fama; French, 1992)		Fazzini e Dal Maso (2016); Aouadi e Marsat (2018); Kolsi e Attayah (2018); Ionescu <i>et al.</i> (2019); Saini e Singhanian (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020).
<i>Variáveis independentes</i>			
ESG (total)	<i>Bloomberg ESG Scores</i>	+	Aboud e Diab (2018); Chauhan e Kumar (2018); Kim, Park e Lee (2018); Lau (2019); Ionescu <i>et al.</i> (2019).
ENV (environmental)	<i>Bloomberg ESG Scores</i>	+	Chauhan e Kumar (2018); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020); Zhang, Qin e Liu (2020); Pedron <i>et al.</i> (2021).
SOC (social)	<i>Bloomberg ESG Scores</i>	+	Arayssi, Dah e Jizi (2016); Aboud e Diab (2018); Chauhan e Kumar (2018); Zhang, Qin e Liu (2020).
GOV (governance)	<i>Bloomberg ESG Scores</i>	+	Aboud e Diab (2018); Chauhan e Kumar (2018); Ionescu <i>et al.</i> (2019); Xie <i>et al.</i> (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020); Lee e Kim (2021).
<i>Variáveis de controle</i>			
Tamanho da empresa	Logaritmo natural dos ativos totais.	+/-	Arayssi, Dah e Jizi (2016); Aboud e Diab (2018); Chauhan e Kumar (2018); Kim, Park e Lee (2018); Li <i>et al.</i> (2018); Lau (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020); Alareeni e Hamdan (2020); Zhang, Qin e Liu (2020); Lee e Kim (2021); Pedron <i>et al.</i> (2021); Wong <i>et al.</i> (2021).
Alavancagem financeira	Dívidas totais divididas pelos ativos totais (endividamento geral).	+/-	Jiao (2010); Arayssi, Dah e Jizi (2016); Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Chauhan e Kumar (2018); Kim, Park e Lee (2018); Li <i>et al.</i> (2018); Lau (2019); Saini e Singhanian (2019); Xie <i>et al.</i> (2019); Alareeni e Hamdan (2020); Zhang, Qin e Liu (2020); Lee e Kim (2021); Pedron <i>et al.</i> (2021); Wong <i>et al.</i> (2021).
Crescimento das vendas	Varição percentual nas vendas ao longo do ano anterior.	+	Lo e Sheu (2007); Jiao (2010); Ting <i>et al.</i> (2020); Velte (2020); Aouadi e Marsat (2018); Li <i>et al.</i> (2018); Wong <i>et al.</i> (2021).
ROA	Retorno sobre o ativo – Lucro dividido pelo ativo total da empresa.	+	Lo e Sheu (2007); Arayssi, Dah e Jizi (2016); Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Ionescu <i>et al.</i> (2019); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020); Lee e Kim (2021).
Dividend Yield (DY)	Razão entre o valor do dividendo por ação e preço da ação.	+	Jiao (2010); Aouadi e Marsat (2018); Abdi, Li e Càmara-Turull (2020); Ting <i>et al.</i> (2020).
Idade (tempo de listagem B3)	Número de anos desde a listagem em bolsa.	-	Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Bing e Li (2019); Ting <i>et al.</i> (2020).
CAPEX	Razão entre as despesas de capital e os ativos totais.	+	Lo e Sheu (2007); Jiao (2010); Ammann, Oesch e Schmid (2011); Aboud e Diab (2018); Aouadi e Marsat (2018); Li <i>et al.</i> (2018); Ting <i>et al.</i> (2020).

Quadro 03: Resumo das Variáveis e *proxy*

(conclusão)

Variável	Medida das Variáveis	Relação Esperada	Referências
<i>Variáveis de controle</i>			
Ativo Intangível	Razão entre ativo intangível e ativo total.	+	Poddi e Vergalli (2009); Jiao (2010); Surroca, Tribó e Waddock (2010); Qiu, Shaukat e Tharyan (2016).
Caixa	Razão entre caixa e equivalentes de caixa sobre ativo total.	+	Ammann, Oesch e Schmid (2011); Li <i>et al.</i> (2018); Zhang, Qin e Liu (2020); Constantinescu <i>et al.</i> (2021); Wong <i>et al.</i> (2021).

Fonte: elaborado pela autora (2021).

Para a análise da regressão multivariada com os dados em painel, o período utilizado foi de 2012 a 2020, abrangendo os oito últimos anos. Assim, também é possível verificar a evolução das divulgações ESG juntamente com o valor de mercado da empresa, se houver alguma por meio da regressão *cross-section* do controle por anos.

A verificação da influência dos fatores não financeiros de divulgações ESG (variáveis independentes) foi realizada por meio do atraso em 1 ano dos dados, para diminuir os problemas de endogeneidade. Com isso, esses dados pertencem aos anos 2012 a 2019. Para analisar a heterocedasticidade, foi utilizado o teste de *Breusch-Pagan* e, para a de multicolineariedade, foi utilizado o fator de inflação da variância (VIF), todos relacionados ao modelo dos mínimos quadrados ordinários combinados (OLS). O teste de *Hausman* foi realizado para escolher entre a análise de painel com efeitos fixos ou aleatórios e, assim, melhorar a consistência das estimativas.

Desse modo, os modelos econométricos para suporte do estudo dos impactos das práticas ESG no valor de mercado das empresas pelo Q de Tobin ficaram assim definidos, por meio das seguintes regressões multivariadas com dados em painel, para todos os anos relacionados:

- Hipótese 1 (H_1):

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} ESG_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

- Hipótese 2 (H_2):

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} ENV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

- Hipótese 3 (H_3):

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} SOC_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

- Hipótese 4 (H4):

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_2 \text{ALAV}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{DY}_{it} + \beta_6 \text{IDADE}_{it} + \beta_7 \text{CAPEX}_{it} + \beta_8 \text{INTANG}_{it} + \beta_9 \text{CAIXA}_{it} + \beta_{10} \text{GOV}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$Q \text{ de Tobin}_{it}$ = variável resposta (variável dependente);

β_0 = coeficiente linear (intercepto);

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$ = coeficientes de regressão parciais (coeficientes angulares);

$\text{ESG}_{it-1}, \text{ENV}_{it-1}, \text{SOC}_{it-1}, \text{GOV}_{t-1}$ = variáveis explicativas (variáveis independentes referentes ao ano anterior para captação da reação do mercado à divulgação);

TAM_{it} (tamanho da empresa), ALAV_{it} (alavancagem financeira), CRESC_{it} (crescimento das vendas), ROA_{it} (retorno sobre o ativo), DY_{it} (*dividend yield*), IDADE_{it} (tempo de listagem), CAPEX_{it} (CAPEX), INTANG_{it} (ativo intangível/ativo total), CAIXA_{it} (caixa e equivalentes de caixa/ativo total) = variáveis explicativas (variáveis de controle);

ε = erro experimental.

Para maior robustez, os modelos econométricos para suporte do estudo dos impactos das práticas ESG no valor de mercado das empresas pelo *market-to-book* ficaram assim definidos, por meio das seguintes regressões multivariadas com dados em painel, para todos os anos relacionados:

- Hipótese 1 (H1):

$$\text{Market-to-book}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_2 \text{ALAV}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{DY}_{it} + \beta_6 \text{IDADE}_{it} + \beta_7 \text{CAPEX}_{it} + \beta_8 \text{INTANG}_{it} + \beta_9 \text{CAIXA}_{it} + \beta_{10} \text{ESG}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

- Hipótese 2 (H2):

$$\text{Market-to-book}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_2 \text{ALAV}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{DY}_{it} + \beta_6 \text{IDADE}_{it} + \beta_7 \text{CAPEX}_{it} + \beta_8 \text{INTANG}_{it} + \beta_9 \text{CAIXA}_{it} + \beta_{10} \text{ENV}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

- Hipótese 3 (H3):

$$\text{Market-to-book}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_2 \text{ALAV}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{DY}_{it} + \beta_6 \text{IDADE}_{it} + \beta_7 \text{CAPEX}_{it} + \beta_8 \text{INTANG}_{it} + \beta_9 \text{CAIXA}_{it} + \beta_{10} \text{SOC}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

- Hipótese 4 (H4):

$$\text{Market-to-book}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{TAM}_{it} + \beta_2 \text{ALAV}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{DY}_{it} + \beta_6 \text{IDADE}_{it} + \beta_7 \text{CAPEX}_{it} + \beta_8 \text{INTANG}_{it} + \beta_9 \text{CAIXA}_{it} + \beta_{10} \text{GOV}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$Market-to-book_{it}$ = variável resposta (variável dependente);

β_0 = coeficiente linear (intercepto);

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$ = coeficientes de regressão parciais (coeficientes angulares);

$ESG_{it-1}, ENV_{it-1}, SOC_{it-1}, GOV_{t-1}$ = variáveis explicativas (variáveis independentes);

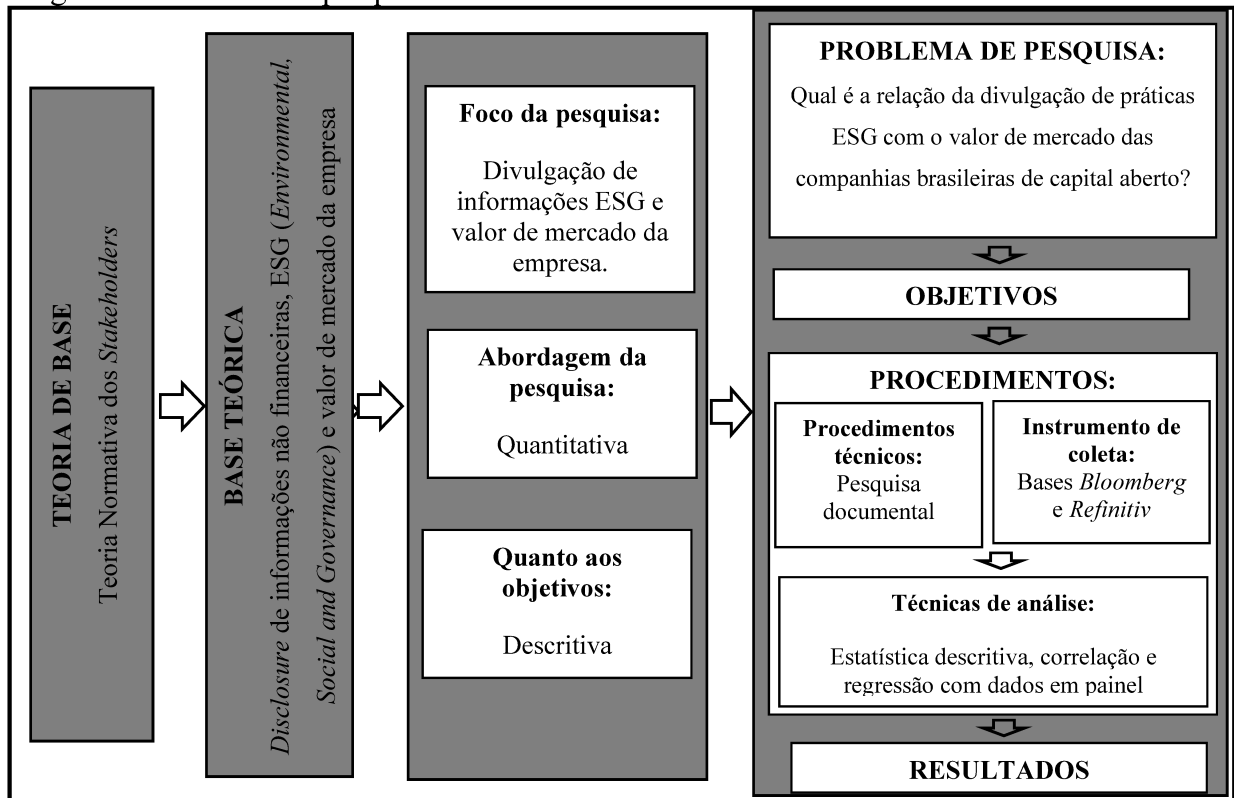
TAM_{it} (tamanho da empresa), $ALAV_{it}$ (alavancagem financeira), $CRESC_{it}$ (crescimento das vendas), ROA_{it} (retorno sobre o ativo), DY_{it} (*dividend yield*), $IDADE_{it}$ (tempo de listagem), $CAPEX_{it}$ (CAPEX), $INTANG_{it}$ (ativo intangível/ativo total), $CAIXA_{it}$ (caixa e equivalentes de caixa/ativo total) = variáveis explicativas (variáveis de controle);

ε = erro experimental.

3.5 Desenho da pesquisa

Como resumo e forma de entendimento visual do estudo, a figura 02 apresenta o desenho da pesquisa com os principais pontos abordados na dissertação:

Figura 02: Desenho da pesquisa



Fonte: elaborado pela autora (2021).

3.6 Matriz de amarração metodológica

A matriz de amarração metodológica “fornece uma abordagem sistêmica para o exame da qualidade da pesquisa, entendida como a adequação entre modelo adotado, objetivos a serem atingidos, questões ou hipóteses formuladas e tratamento dos dados”, segundo Telles (2001, p. 65). Sendo assim, segue a matriz de amarração metodológica deste trabalho, por meio do Quadro 04:

Quadro 04: Matriz de amarração metodológica

Modelo (teórico) da pesquisa	Objetivos da pesquisa	Hipóteses da pesquisa	Levantamento/Análise de dados
<ul style="list-style-type: none"> - Fundamentação Teórica: Teoria dos <i>Stakeholders</i>, Agência e da Divulgação. - Compreensão da relação entre a divulgação de práticas ESG e valor de mercado da empresa por meio de estudos anteriores. - Definição das variáveis desse estudo por meio de estudos anteriores. - Avaliação da associação de variáveis (ESG) com outras (valor de mercado) por meio de técnicas estatísticas. - Resultados encontrados contribuindo com teoria e prática. 	Verificar a relação entre a divulgação da prática dos três fatores em conjunto (ESG) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado.	H₁ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação ESG (total) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Para todas essas hipóteses, pesquisa quantitativa, baseada em: <ol style="list-style-type: none"> 1) Levantamento de dados das variáveis independentes na base <i>Bloomberg</i>; 2) Levantamento de dados das variáveis dependentes e de controle na base <i>Refinitiv Thomson Reuters</i> e nas demonstrações financeiras das empresas, se necessário; 3) Estatística descritiva e correlação; 4) Regressão multivariada com dados em painel para variáveis dependentes Q de Tobin e MTB (<i>market-to-book</i>).
	Verificar a relação entre a divulgação da prática do fator E (<i>environmental</i>) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado.	H₂ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério E (<i>environmental</i> – ambiental) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	
	Verificar a relação entre a divulgação da prática do fator S (<i>social</i>) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado.	H₃ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério S (<i>social</i> – social) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	
	Verificar a relação entre a divulgação da prática do fator G (<i>governance</i>) por empresas de capital aberto e os seus valores de mercado.	H₄ – Há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério G (<i>governance</i> – governança corporativa) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	

Fonte: elaborado pela autora (2021).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A partir da coleta e análise de dados, esperou-se identificar uma possível associação positiva entre a divulgação de ações no âmbito ESG e valor de mercado das empresas brasileiras, considerando o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais. Outro resultado esperado foi a identificação de associações entre os fatores ESG separadamente e o valor de mercado, mostrando qual/quais deles se destacam ao auxiliar a criação de valor para a empresa. Esse estudo também procura verificar se houve evolução da divulgação ESG e valor de mercado dentre os anos de 2012 e 2020 no cenário de empresas brasileiras de capital aberto.

Com as hipóteses sinalizam uma associação positiva, o estudo pretendeu desvendar se realmente acontece essa relação no Brasil, por ser o primeiro, de conhecimento da autora, a utilizar as duas variáveis Q de Tobin e *market-to-book* para maior robustez nos resultados. Se o resultado aparecer positivo, pode-se comprovar a Teoria dos *Stakeholders*, com a preocupação nas esferas ESG se traduzindo em maiores valores de mercado. Se, do contrário, ser negativo ou apresentar não significância, a resposta pode vir da Teoria dos *Stockholders*, ao mostrar que o interesse em questões sociais, ambientais e de governança não chega a se associar com o valor do mercado e, portanto, volta ao item primário, o resultado/lucro da empresa, na visão dos *shareholders*.

Ao comparar os países emergentes e desenvolvidos, Ting *et al.* (2020) encontraram resultados que mostraram que aqueles (emergentes) possuíam maior pontuação ESG no geral e nos três pilares. Yoon, Lee e Byun (2018) já haviam encontrado essa relação positiva entre responsabilidade social corporativa e *valuation* das empresas em um país em desenvolvimento (Coreia do Sul); assim como Chauhan e Kumar (2018), na Índia; Aboud e Diab (2018), no Egito; e Wong *et al.* (2021), na Malásia. Por outro lado, há estudos, como na China, por Bing e Li (2018), verificando que as companhias chinesas listadas reduziram o seu valor significativamente ao utilizarem medidas de CSR. Considerando que estudos sobre sustentabilidade e valor de mercado são ainda insuficientes no Brasil e que houve resultados positivos em estudos com outros países de mesma situação econômica, mas ainda não consensuais a todos, esta pesquisa é relevante na literatura ao apresentar os seus achados em mais um país emergente.

Assim, para encontrar os resultados entre o valor de mercado e o nível de divulgação ESG (total), E, S e G das empresas, foi realizado, primeiramente, o teste de correlação entre

as variáveis. Também foram realizados, secundariamente, os testes para atendimento aos pressupostos de uma regressão e a consequente regressão. Todos foram aplicados em relação as variáveis dependentes Q de Tobin e *Market-to-Book*, separadamente e nessa ordem para a regressão em dados em painel.

4.1 Análise descritiva das informações

No estudo, foram utilizadas duas variáveis dependentes e treze independentes (quatro sendo as variáveis foco do estudo, explicativas, e nove como de controle). A Tabela 01 mostra os resultados da estatística descritiva, com a respectiva quantidade de observações, média, desvio padrão, mínimo e máximo.

Tabela 01: Estatística descritiva das variáveis quantitativas

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Q de Tobin	776	0.9301497	1.508264	-0.6200857	23.35743
Market-to-Book	776	2.78902	8.235301	-67.20041	132.9597
TAM	776	23.19494	1.280838	20.01523	27.61836
ALAV	776	0.346931	0.1823492	0	1.370452
CRESC	776	0.2631387	4.075666	-0.8644807	109.7711
ROA	775	0.0319987	0.0900615	-0.7383581	0.3671858
DY	723	0.0407011	0.054067	0	0.8624924
IDADE	776	16.40593	13.84342	0	80
CAPEX	776	0.03244	0.0356684	0	0.2885293
INTANG	776	0.1376623	0.1911777	-0.2175395	0.8558442
CAIXA	697	0.0166643	0.0261947	1.85e-06	0.3308324
Score ESG	776	38.43564	16.50682	5.785124	72.72727
Score ENV	706	34.20162	18.71951	1.550388	74.38017
Score SOC	737	48.80807	20.6918	3.508772	89.47369
Score GOV	776	47.13043	8.330209	17.85714	71.42857

Legenda: Q de Tobin (razão entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição de seus ativos físicos); *Market-to-Book* (razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor patrimonial contábil); TAM (logaritmo natural dos ativos totais); ALAV (dívidas totais divididas pelos ativos totais = endividamento); CRESC (variação percentual nas vendas ao longo do ano anterior); ROA (retorno sobre o ativo, ou seja, lucro dividido pelo ativo total da empresa); DY (razão entre o valor do dividendo por ação e preço da ação); IDADE (número de anos desde a listagem em bolsa de valores); CAPEX (razão entre as despesas de capital e os ativos totais), INTANG (razão entre ativo intangível e ativo total); CAIXA (razão entre caixa e equivalentes de caixa e ativo total); score ESG (pontuação em divulgação total do ESG); score ENV (pontuação em divulgação do fator ambiental); score SOC (pontuação em divulgação do fator social) e score GOV (pontuação em divulgação do fator governança).
Fonte: dados da pesquisa (2021).

Ao verificar a variável Q de Tobin, é perceptível o valor mínimo de -0,6200857, significando que há empresas com valor contábil alto de dívidas de curto prazo, o que torna o numerador da fórmula negativo e traz um saldo negativo. Esse ponto negativo mostra que essa empresa não tem incentivo ao investimento. Por outro lado, o valor máximo de 23,35743 mostra incentivo a investir por algumas empresas, pois as ações estão apresentando valorização.

O *market-to-book* apresenta a mesma situação, com mínimo de -67,20041, significando que o mercado não está reconhecendo valores que a contabilidade está registrando em seus livros, em algumas companhias. Já o valor máximo de 132,9597 mostra que o mercado reconhece que outras companhias valem mais do que está registrado contabilmente.

Nas variáveis de controle, os destaques são para crescimento das vendas, idade, CAPEX e intangível. O crescimento das vendas mostra uma média de 26% de aumento a cada ano, enquanto o mínimo é uma redução de 86% e o máximo mostra empresas brasileiras com aumento de mais de 100% em suas receitas em relação aos anos anteriores. A idade mostra uma média de 16 anos desde a oferta pública inicial de ações na bolsa de valores, ou seja, as empresas decidiram abrir capital após o ano 2000. A razão despesas de capital sobre ativo total resulta em uma média de 3% e máxima de 28% de investimentos em aquisição de bens de capital pelas organizações. O intangível (aqui razão entre ativo intangível e ativo total) mostra uma média de 13% de bens não físicos no ativo total das companhias, embora alguma ou algumas companhias atinjam a porcentagem de 85% do valor total do grupo ativo. O intangível é importante ao demonstrar o que já foi capitalizado pelas empresas no desenvolvimento de novos produtos e inovações, por vezes relacionado à sustentabilidade.

As variáveis independentes de pontuação de divulgação ESG apresentam algumas diferenças e similaridades, considerando o menor *score* sendo 0 e o maior sendo 100. A pontuação ESG (total) apresenta média 38,43564, com mínima de 5,785124 e máxima 72,72727. A pontuação ENV (ambiental) tem média 34,20162, mínima 1,550388 e máxima 74,38017. A pontuação SOC (social) tem média 48,80807, mínima 3,508772 e máxima 89,47369. A pontuação GOV (governança) tem média 47,13043, mínima 17,85714 e máxima 71,42857. As empresas que apresentaram o maior e o menor score de divulgação de cada fator encontram-se discriminadas no Apêndice A desse estudo.

O desvio padrão entre essas variáveis fica entre 16 e 20 pontos, excluindo-se a de governança (com apenas 8 pontos). A pontuação de governança já apresenta a maior pontuação mínima entre os fatores, podendo ter relação com os segmentos de listagem por

regras de governança corporativa da bolsa de valores brasileira, nos quais se encontram o nível Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, e que exigem divulgações diferenciadas para cada empresa listada. Como maior pontuação de divulgação, o fator social se destaca, com 89,47369 pontos, o que pode indicar que o mercado de capitais do Brasil tende a se preocupar mais com a relação empresa, funcionários e produtos destinados ao consumidor.

4.2 Resultados e discussão - ESG e Valor

A correlação entre as variáveis e Q de Tobin encontra-se na Tabela 02, do Apêndice A. Pelo teste de correlação, percebe-se que as variáveis que possuem correlação positiva e significativa ao nível de 95% com Q de Tobin são ROA e Intangível. Por outro lado, com correlação negativa e significativa está o tamanho, alavancagem e o *dividend yield*. A variável ESG apresenta correlação insignificante, com sinal negativo.

A correlação entre as variáveis e o *Market-to-Book* encontra-se também na Tabela 02, do Apêndice A. As variáveis que apresentaram correlação significativa e positiva com MTB (*market-to-book*) foram ROA, alavancagem, Intangível e Caixa e, de forma negativa, o *dividend yield*. Novamente, a variável ESG não apresentou correlação significativa, embora seja positiva.

Para a regressão de dados em painel, foram realizados os testes dos pressupostos das regressões, para as duas variáveis dependentes. Os resultados para a normalidade, heterocedasticidade, multicolinearidade, modelo e autocorrelação encontram-se na tabela 03:

Tabela 03: Testes dos pressupostos das regressões (ESG, ENV, SOC e GOV)

(continua)

Variável utilizada	Teste	Output	Resultado
	Normalidade dos Resíduos		Normalidade rejeitada
Q de Tobin	<i>Shapiro-Francia</i>	$p > z = 0.00001$	
<i>Market-to-Book</i>	<i>Shapiro-Francia</i>	$p > z = 0.00001$	
	Heterocedasticidade		
Q de Tobin	Teste de <i>Breusch-Pagan</i>	$p > \chi^2 = 0.0000$	Resíduos heterocedásticos
<i>Market-to-Book</i>	Teste de <i>Breusch-Pagan</i>	$p > \chi^2 = 1.0000$	Resíduos homocedásticos
	Multicolinearidade		Ausência de multicolinearidade
Q de Tobin	VIF	1.25 a 1.32	
<i>Market-to-Book</i>	VIF	1.25 a 1.32	
	Teste de adequação do modelo		
Q de Tobin	<i>Chow</i>	$p > F = 0.0000$	Modelo de efeitos fixos
	<i>Hausman</i>	$p > \chi^2 = 0.0000$	
	<i>Lagrange Multiplier Breusch-Pagan</i>	$p > \chi^2 = 0.0000$	
<i>Market-to-Book</i>	<i>Chow</i>	$p > F = 0.0500$	Modelo <i>pooled</i>
	<i>Hausman</i>	$p > \chi^2 = 0.0006$	

Tabela 03: Testes dos pressupostos das regressões (ESG, ENV, SOC e GOV)

(conclusão)

	Teste de adequação do modelo		
<i>Market-to-Book</i>	<i>Lagrange Multiplier Breusch-Pagan</i>	$p > \chi^2 = 1.0000$	
	Teste de autocorrelação		
Q de Tobin	Teste de <i>Wooldridge</i>	$p > F = 0.1186$	Ausência de autocorrelação
<i>Market-to-Book</i>	Teste de <i>Wooldridge</i>	$p > F = 0.0005$	Presença de autocorrelação

Fonte: elaborada pela autora (2021).

O pressuposto da normalidade dos resíduos foi rejeitado para as regressões com as duas variáveis dependentes. Wooldridge (2012) cita que esse pressuposto pode ter certa flexibilidade quando envolve uma amostra grande. No caso desse estudo, a amostra geralmente possui 776 observações para cada variável, o que atende à flexibilidade na normalidade.

Quanto à presença de heterocedasticidade, foi aplicada a especificação de erros padrões robustos (*vce, robust*) para a sua correção, quando necessária. O teste de VIF (fator de inflação de variância) não encontrou multicolinearidade das variáveis, pois mostrou valores entre 1,25 e 1,32 e, segundo Fávero e Belfiore (2017), valores abaixo de 4 são aceitáveis. O modelo mais adequado de regressão com Q de Tobin foi o modelo de efeitos fixos e tipo “*pooled*” para o *market-to-book*. Por último, o teste de autocorrelação apresentou ausência para o Q de Tobin e presença para o *market-to-book*, o que foi corrigido pela aplicação do teste de Newey-West e especificação de erros padrões robustos. É relevante mencionar que, para as outras variáveis ENV, SOC e GOV, foram encontrados os mesmos resultados dos pressupostos, somente com pequenas diferenças nos valores.

Por meio da regressão de dados em painel, envolvendo uma dimensão temporal (anos 2012 a 2020) e espacial (106 empresas), encontraram-se os seguintes resultados para os fatores ESG (total), ambiental (ENV), social (SOC) e governança (GOV), pelo programa *Stata*®, conforme Tabelas 04 e 05:

Tabela 04: Regressões Q de Tobin e divulgação ESG (total), E, S e G

Variáveis	ESG	ENV	SOC	GOV
Qtobin	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
Tam	0.1072293 (0.682)	0.0239636 (0.951)	0.1347695 (0.690)	0.1104128 (0.679)
Alav	0.316993 (0.689)	0.2907328 (0.773)	0.2121096 (0.821)	0.3154217 (0.688)
Cresc	0.0196488 (0.836)	0.0686077 (0.449)	0.0181844 (0.847)	0.0158591 (0.863)
Roa	1.200392 (0.124)	1.471072 (0.114)	1.300943 (0.136)	1.198442 (0.119)
Dy	-0.6952072 (0.235)	-0.5534168 (0.330)	-0.6637767 (0.234)	-0.6830366 (0.240)
Idade	0.0923808*** (0.000)	0.1070548*** (0.001)	0.0931284*** (0.001)	0.0917475*** (0.001)
Capex	4.49862*** (0.000)	4.12989*** (0.001)	3.679217*** (0.000)	4.541491*** (0.000)
Intang	0.1143624 (0.721)	0.1329719 (0.636)	0.0038646 (0.991)	0.1127848 (0.745)
Caixa	-0.660806 (0.787)	-2.127891 (0.349)	-1.011304 (0.690)	-0.6672982 (0.783)
ESG/E/S/G	0.0015109 (0.750)	-0.0025526 (0.562)	0.0094978* (0.079)	0.0026426 (0.790)
constante	-3.31739 (0.571)	-1.542585 (0.860)	-4.326293 (0.560)	-3.448594 (0.559)
R²	0.1281	0.1261	0.1438	0.1282
Observações	649	596	622	649

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Tabela 05: Regressões *Market-to-Book* (MTB) e divulgação ESG (total), E, S e G

Variáveis	ESG	ENV	SOC	GOV
MTB	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
Tam	-0.2744253 (0.441)	-0.2954559 (0.430)	-0.2148894 (0.539)	-0.2822744 (0.252)
Alav	5.264819** (0.011)	6.482367*** (0.004)	6.261599*** (0.003)	5.263521 (0.168)
Cresc	0.1029574 (0.936)	0.6003274 (0.670)	0.4910104 (0.712)	0.0970035 (0.899)
Roa	16.84394*** (0.000)	19.57238*** (0.000)	18.75659*** (0.000)	16.80722*** (0.000)
Dy	-10.96548* (0.084)	-11.52709* (0.089)	-11.43704* (0.078)	-10.92401 (0.146)
Idade	-0.0074045 (0.805)	-0.0074117 (0.813)	-0.00913 (0.765)	-0.0073941 (0.696)
Capex	8.049233 (0.399)	9.590622 (0.395)	9.476118 (0.347)	8.094767 (0.481)
Intang	6.019633*** (0.001)	5.73427*** (0.002)	6.145545*** (0.001)	6.012776* (0.071)
Caixa	41.0855*** (0.009)	43.52727** (0.014)	41.48085** (0.012)	41.12748* (0.074)
ESG/E/S/G	0.0015431 (0.950)	-0.0021246 (0.923)	-0.0125312 (0.515)	0.007425 (0.859)
constante	5.536461 (0.469)	5.593593 (0.495)	4.378793 (0.562)	5.425788 (0.273)
R²	0.0651	0.0656	0.0698	0.0651
Observações	649	596	622	649

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Na Tabela 04, é visto que o nível de divulgação ESG (total) não é significativo. As únicas variáveis que apresentaram significância positiva foram a idade e o CAPEX, inferindo, então, que o mercado considera mais os investimentos em bens tangíveis e o tempo de listagem em bolsa de valores como uma sinalização para valor de mercado.

Na Tabela 05, é apresentado o resultado da regressão considerando a variável *market-to-book*. Nela, o retorno sobre o ativo é o primeiro que aparece com nível de significância de 99%, enquanto Intangível e Caixa aparece em seguida. Logo, pode-se relacionar que, para o valor de mercado, são relevantes, em primeiro lugar, a rentabilidade e, logo após, o investimento em ativos intangíveis e ainda o caixa e seus equivalentes.

Apesar de a pontuação de divulgação ESG (total) apresentar sinal positivo, não há significância em relação às variáveis dependentes. Assim, a hipótese H_1 é rejeitada, mostrando que não há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério ESG (total) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

O resultado corrobora os próximos, dos itens ESG separadamente, pois somente o item social apresentou significância marginal, enquanto o ambiental e governança não foram significativos. Uma justificativa para o resultado pode vir da relação entre sustentabilidade e desempenho da empresa, que somente se torna significativa depois de algum tempo, ou seja, mais no longo prazo (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014).

Apesar de o relatório do Pacto Global das Nações Unidas (PACTO GLOBAL, 2021) apontar que os investidores, consumidores e outros *stakeholders* brasileiros estão cada vez mais interessados em companhias que praticam o ESG, a relação de toda a divulgação dessas práticas com o valor de mercado continua nula. Por outro lado, também não foi notada uma afetação significativa e negativa, o que poderia indicar que o país estaria indo na contramão dos outros países emergentes que apresentaram resultados significantes e positivos (Índia, Egito, Coreia do Sul, etc.).

A relação neutra encontrada também pode apresentar um ponto a favor das divulgações e práticas ESG no Brasil. Esse achado pode reduzir a força do argumento de que a sustentabilidade, e tudo que a envolve, gera somente despesas e custos à empresa, gerando um pior desempenho financeiro que, conseqüentemente, chega ao investidor pelo valor da ação (ZAGO; JABBOUR; BRUHN, 2018). O achado é neutro, e não significativo e negativo.

Esse estudo corrobora a ideia de que a divulgação do ESG pelas empresas não é algo que faz o mercado de ações se movimentar. O efeito não é significativo, pois os *shareholders* tendem a se preocupar mais com a parte do ESG que pode impactar diretamente as operações

da empresa do que o ESG em toda a sua totalidade (por exemplo, a parte ambiental), com e sem impactos (CAPELLE-BLANCARD; PETIT, 2019).

O presente estudo se torna mais um a não encontrar relação significativa entre uma variável contábil e de mercado e a divulgação de fatores de sustentabilidade. Ching, Gerab e Toste (2017), durante o período de 2008 a 2014 e utilizando empresas constantes no índice ISE, também não encontraram evidências no Brasil. Uma possível justificativa seria que o lucro por agir de forma socioambiental e responsável compensaria o custo em um mercado equilibrado, em uma forma de *trade-off* entre benefícios e custos (CHING, GERAB, TOSTE, 2017; LEE, GRAVES, WADDOCK, 2018)). Assim, o mercado emergente brasileiro, por não apresentar tanta eficiência como os desenvolvidos, não mostra efeitos econômicos claros da sustentabilidade, fazendo o acionista não avaliar essa parte, já que provavelmente está precificada nos níveis de risco de cada empresa (FERNANDES; LINHARES, 2018).

Os relatórios de sustentabilidade também podem evidenciar apenas a parte que interessa à companhia. Esses *disclosures* não necessariamente mostram as práticas reais. Apesar de a empresa, em um primeiro momento, ter a responsabilidade de divulgar tanto as ações positivas quanto negativas, se ela realmente fará desse modo é algo a se questionar (JOHNSON; MANS-KEMP; ERASMUS, 2019). Toda a repercussão que as informações podem gerar no mercado de capitais faz a administração analisar se serão divulgadas. Outro ponto de atenção seria se as empresas brasileiras realmente estão divulgando todo o dado ESG que as competem, com receio de seu efeito no preço das ações e seu *valuation*, gerar, até aqui, uma precificação nula e sem significância.

Além disso, geralmente as informações não financeiras voluntárias, como as relacionadas ao ESG, não são auditadas. Isso ocorre porque o auditor encontra dificuldade ao tentar analisar e assegurar informações ocasionais e não previsíveis como as não financeiras. Por não passarem por um processo de auditoria, o investidor não considera a importância de incluí-las nas suas avaliações econômicas de empresas (WAHL; CHARIFZADEH; DIEFENBACH, 2020). É o caso do relato integrado, que possivelmente ainda não atingiu totalmente o seu potencial e diferencial e, assim, investidores nem sempre o utilizam em suas verificações, segundo Wahl, Charifzadeh e Diefenbach (2020). O mercado, por fim, acaba não precificando as empresas e, assim, surge outra possível explicação para a relação não significativa.

Com o resultado neutro, a Teoria dos *Stakeholders* perde força em relação à Teoria dos *Shareholders*. Conforme as regressões apontam, as variáveis contábeis e financeiras, principalmente relacionadas à rentabilidade e outras (ROA, idade da empresa, CAPEX,

Intangível) são mais significativas do que a própria variável ESG. Assim, os investidores ainda tendem mais à procura da rentabilidade em seus investimentos, influenciando os valores de mercado, do que de ações práticas de sustentabilidade das empresas, divulgadas por meio de relatórios.

Assim, ao contrário dos resultados que mostram preocupações dos investidores por questões ESG (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016), há os já citados que não seguem a mesma ideia (WAHL, CHARIFZADEH, DIEFENBACH, 2020; ZAGO, JABBOUR, BRUHN, 2018). Assim, apesar de estar ocorrendo mudanças em relação à mentalidade dos indivíduos que investem em bolsa de valores (PACTO GLOBAL, 2021), essas parecem ser em um longo prazo.

Essa contraposição entre resultados positivos, neutros e até mesmo negativos pode ter relação com a localização geográfica e posição econômica do país em estudo. Qiu, Shaukat e Tharyan (2016) estudaram o Reino Unido e Vural-Yavas (2021) teve como base a Europa no todo, por exemplo, e encontraram associação positivas entre sustentabilidade e critérios ESG. E as pesquisas diferem entre países desenvolvidos e emergentes, principalmente no nível de transparência das informações prestadas às partes interessadas, fator que interfere na avaliação econômica das empresas por essas mesmas partes (CHAUHAN; KUMAR, 2018).

Apesar de alguns países emergentes, como Índia, Egito e Coreia de Sul apresentarem pesquisas com resultados positivos entre valor de mercado e ESG, o Brasil ainda não se encontra na mesma direção, de acordo com os resultados do presente estudo. Nota-se que ele também não apresenta uma relação negativa, mostrando uma neutralidade que pode mudar para positiva no longo prazo. Isso é relativo à preocupação evidente dos gestores sobre a necessidade de maiores divulgações de informações sobre o cenário ambiental, social e de governança de suas empresas, seja por questões de controle administrativo com foco no gerencial, seja por motivos de responder às exigências e questionamentos da sociedade (SOUSA *et al.*, 2014).

Esses países emergentes evidenciam que o ESG melhora a reputação corporativa, dá um melhor entendimento dos produtos e serviços e aumenta o relacionamento dos *stakeholders* com as empresas. Porém, como a maioria das informações sobre sustentabilidade são voluntárias, um maior engajamento dos reguladores e governos seria interessante, ao ponto de trazer esses itens para uma legislação e, assim, oferecer a possibilidade ao investidor de conhecer essa parte não financeira da empresa e, possivelmente, até avaliá-la em suas decisões de investimento. Ao final, a própria divulgação dos fatores ESG, de forma mais

obrigatória e visível a toda a parte do mercado que entende como algo importante, além da rentabilidade, poderia aumentar o valor de mercado da empresa.

4.3 Resultados e discussão – *Environmental (E) e Valor*

A Tabela 02 (Apêndice A) apresenta a correlação entre a variável Q de Tobin, de controle e a independente ENV. Pela tabela, verifica-se que a variável ENV possui correlação negativa e significativa com o Q de Tobin. Também apresenta a correlação entre a variável *Market-to-Book*, de controle e a independente ENV, verificando-se que a variável ENV não possui correlação significativa com o *Market-to-Book*.

Na Tabela 04 (Q de Tobin), são vistas, novamente, as variáveis Idade e CAPEX como significantes e positivas ao explicar o valor de mercado de uma empresa. Por sua vez, a variável ambiental ENV não apresenta significância, porém tem sinal negativo na regressão.

Na Tabela 05, é apresentado o resultado da regressão considerando a variável *market-to-book*. Nela, a alavancagem financeira, o retorno sobre o ativo e a razão do ativo intangível sobre o ativo total apresentam significância e têm sinal positivo. Novamente, a rentabilidade e o investimentos em bens não físicos são as variáveis mais relacionadas ao valor de mercado das empresas brasileiras. A variável ambiental ENV não apresenta significância, porém tem sinal negativo na regressão, assim como na regressão pelo Q de Tobin.

A pontuação de divulgação ambiental apresentou sinal negativo, porém não há significância em relação às variáveis dependentes. Assim, a hipótese H₂ é rejeitada, mostrando que não há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério ambiental e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

Assim como os estudos de Gherghina e Vintila (2016), Nirino, Miglietta e Salvi (2019) e Tamayo-Torres, Gutierrez-Gutierrez e Ruiz-Moreno (2019), os resultados se mostraram neutros. Provavelmente, a relação insignificante venha da ainda primazia da rentabilidade do negócio (evidenciado por um ROA significativo e positivo), em detrimento de suas divulgações e ações no âmbito ambiental, vistas como algo que gera aumento de custos ao ser implantado (NIRINO, MIGLIETTA, SALVI, 2019; TAMAYO-TORRES, GUTIERREZ-GUTIERREZ, RUIZ-MORENO, 2019).

Por estar relacionado a um aumento de custos em um primeiro momento, as ações e as posteriores divulgações do fator ambiental podem influenciar negativamente na redução do custo de capital, o que impacta investidores, os quais optam por não considerar essa questão

em seus investimentos, pelo menos no curto prazo. Ok e Kim (2019) mostraram essa relação em seu estudo realizado na Coreia do Sul, entre 2011 e 2017.

O resultado brasileiro se assemelha ao encontrado em empresas da Malásia, nas quais não houve significância entre valor de mercado e fator ambiental (ATAN *et al.*, 2018). Segundo os autores, companhias com diferentes quantidades de informações ambientais não importam para o mercado de capitais, que as avaliam pelo mesmo modo, o que pode ser a realidade do Brasil.

Isso vai ao encontro também da pesquisa de Cormier e Magnan (2007), que, na época, já evidenciava que a divulgação sobre o meio ambiente não tinha impacto nas decisões dos investidores em países como a França e o Canadá e, conseqüentemente, não trazia significância no valor de mercado. As justificativas para esse comportamento tinham como base a percepção de que os dados divulgados eram genéricos e mesmo até inconsistentes, o que não ajudava em nenhuma deliberação desses *stakeholders*, além também da falta de preocupação das autoridades políticas dos países no período estudado (1992 a 1998). Apesar de ser um estudo de décadas passadas, algumas das justificativas são possíveis no cenário brasileiro, como a pouca preocupação política com questões ambientais.

Ainda assim, os resultados desta pesquisa foram de encontro aos estudos, como o de Pedron *et al.* (2021), que apontaram relações positivas entre o critério ambiental e valor de mercado em países emergentes, como no próprio Brasil. A base de dados utilizada foi outra (*Thomson Reuters Eikon*), assim como em outro estudo anterior sobre o tema e com os mesmos resultados (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018), permitindo verificar se as bases ESG apresentam consistência em suas análises de *disclosures* e montagem de índices dos países.

Chauhan e Kumar (2018) afirmam que a divulgação ambiental na Índia se mostra positiva e significativa e é necessária para as companhias conseguirem diminuir o seu custo de capital, não acontece da mesma forma no Brasil. Alguns motivos para isso incluem o fato de o Brasil ter questões políticas relacionadas ao meio ambiente, como o setor agropecuário que tem atuação forte e objetivos que podem se distanciar de uma divulgação de ações ambientais verdadeiramente fortes. Além disso, a própria volatilidade do mercado acionário é um fator influenciador no custo de capital do país (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008).

De acordo com Yang, Wen e Li (2020), a divulgação de informações ambientais é considerada uma vantagem competitiva para as empresas, atraindo diversos investidores na China e aumentando o seu valor de mercado. Com os resultados dessa pesquisa, verifica-se que isso não ocorre no Brasil, na medida em que não há significância e, apesar dos

disclosures voluntários, o que se percebe ainda é a visão de maiores custos e menor rendimento no negócio ao se relacionar com o ambiental (CRISÓSTOMO; FREIRE; VASCONCELLOS, 2011).

4.4 Resultados e discussão – *Social* (S) e Valor

A Tabela 02 (Apêndice A) apresenta a correlação entre a variável Q de Tobin, de controle e a independente SOC. Pela tabela, verifica-se que a variável SOC possui correlação negativa, mas somente marginalmente significativa, com o Q de Tobin. Também apresenta a correlação somente entre a variável *Market-to-Book*, de controle e a independente SOC, verificando-se que a variável SOC possui correlação negativa, mas não significativa, com o *Market-to-Book*.

Na Tabela 04 (Q de Tobin), novamente, as variáveis Idade e CAPEX são significantes e positivas ao explicar o valor de mercado de uma empresa. O ponto relevante é que o critério social apresentou significância a 10%, sendo marginalmente significativa e com sinal positivo.

Na Tabela 05, é apresentado o resultado da regressão considerando a variável *market-to-book*. Essa tabela mostra que, em relação ao *market-to-book*, o que também é significativo e positivo para o valor de mercado de uma empresa brasileira de capital aberto é a rentabilidade (ROA), seguido pelo ativo intangível, alavancagem e caixa e equivalentes de caixa pelo ativo. Por outro lado, aqui a variável social SOC não apresentou significância e tem sinal negativo na regressão.

A pontuação de divulgação social encontrou significância marginal e se mostrou positiva em relação ao Q de Tobin. Porém, quando é relativa ao *market-to-book*, não é significativa e apresenta sinal negativo. Assim, a hipótese H₃ é aceita em relação ao Q de Tobin, mostrando que há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério social e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

O aspecto social se mostrando marginalmente significativo e positivo sobre o valor de mercado corrobora o afirmado por Bajic e Yurtoglu (2018), em um trabalho realizado com uma amostra de 35 países, incluindo o Brasil, no período de 2003 a 2016. Nele, é achado que o social antecipa maior valor para a empresa, pois lida com os consumidores e a qualidade dos produtos, com os empregados e a sociedade em geral (partes interessadas ou não, como no caso de direitos humanos e reputação).

Por ser um fator amplo, abarcando os *stakeholders*, essa antecipação de maior valor pode ser explicada pelo menor risco sistemático e total da empresa (SASSEN; HINZE; HARDECK, 2016). Assim como o resultado marginalmente significativo e positivo no Brasil, esse estudo na Europa mostra a aceitação da Teoria dos *Stakeholders* para o item social. Os menores riscos e volatilidades de empresas com boas pontuações no S do ESG podem vir justamente da satisfação das partes interessadas por meio das ações sociais e consequentes divulgações por meio dos relatórios de sustentabilidade.

Com relação à questão da diversidade, o estudo de Silva e Margem (2015) mostrou que, mesmo possuindo resultado ambíguo na literatura internacional, a presença de mulheres em altos cargos (no caso, de ao menos duas conselheiras) gerou relação positiva com o valor e desempenho das empresas. Isso é reafirmado por outras pesquisas posteriores sobre diversidade de gênero em companhias de outros países, ainda que em uma pequena proporção (LEE, KIM, 2021; QURESHI *et al.*, 2019, VELTE, 2016). Em contraposição, o crescimento de mulheres em altos cargos ainda é lento no cenário brasileiro, e a baixa composição feminina ainda não chega a influenciar no desempenho, embora um pouco de heterogeneidade seja desejada, devido ao ambiente econômico volátil que as empresas brasileiras estão inseridas (JESUS *et al.*, 2020).

O mercado avalia como significativa e positiva as ações sociais vindas do grupo de companhias ambiental e socialmente sensíveis, que são aquelas envolvidas em tabus e debates sociais, morais, ambientais e políticos e, assim, acabam sofrendo maiores pressões das partes envolvidas (exemplos: indústrias potencialmente poluidoras, como dos setores gás e óleo, químico e minerador). No Brasil, o *disclosure* de informações sociais ainda não captadas pelo mercado foi o que gerou maior valor adicionado às empresas socialmente sensíveis (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018).

Há possíveis justificativas para a relação marginalmente significativa e positiva entre o fator social e o Q de Tobin como índice de mercado. O Brasil possui um sistema de leis trabalhistas (Consolidação das Leis Trabalhistas – CLT), que assegura ao trabalhador direitos e garantias em diversos casos e que deve ser seguido pelas empresas contratantes, que não existe em outros países, como os Estados Unidos e Japão.

Outro ponto é o estilo de vida moderno, que trouxe consumidores mais conscientes ao mercado. O relatório “A evolução do ESG no Brasil”, do Pacto Global das Nações Unidas (2021), cita que os consumidores atuais tendem a investir, comprar e trabalhar em empresas que aplicam o ESG em seus processos. Agindo de modo sustentável, as empresas aumentam

também a sua reputação social com o comprador de seus produtos ou serviços (FERNANDES; LINHARES, 2018).

Também são notórias a mentalidade e as preocupações dos novos investidores da bolsa de valores brasileira. Segundo o mesmo relatório do Pacto Global (2021), o investidor atual tem procurado investimentos em companhias com práticas sustentáveis ESG. Rosa, Oliveira e Grohmann (2017), em uma pesquisa para verificar o comportamento dos potenciais investidores e a sustentabilidade no Brasil, identificaram que esses optam por investimentos que tragam melhorias para a sociedade. Assim, o *disclosure* dessas informações socioambientais acaba sendo uma porta de entrada para que os acionistas conheçam as atitudes relacionadas ao ESG e, conseqüentemente, utilizem seus recursos para investir e aumentar o valor de determinada companhia.

De forma contrária, há o estudo de Tamayo-Torres, Gutierrez-Gutierrez e Ruiz-Moreno (2019), no qual ainda existe a ideia de maiores custos ao se investir em ações sociais, o que diminuiria a riqueza gerada pela empresa ao acionista. No Brasil, mesmo o aspecto social relacionado ao preço das ações, para empresas não pertencentes ao grupo das ambiental e socialmente sensíveis, não se apresentou significativa, embora positiva (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018). O acionista percebe o *disclosure* desse tipo de informação como um custo que o priva de seus recursos (SOUSA *et al.*, 2014).

Ainda assim, a significância marginal e positiva encontrada nessa pesquisa pode ter relação com o aumento de divulgação de itens sociais nos relatórios das empresas brasileiras de capital aberto. Segundo Soares *et al.* (2018), em uma comparação entre países emergentes no período de 2007 a 2014, o Brasil foi o que mais divulgou suas práticas sociais (trabalhistas, direitos humanos, sociedade e responsabilidade pelo produto fabricado).

4.5 Resultados e discussão – Governance (G) e Valor

A Tabela 02 (Apêndice A) apresenta a correlação entre a variável Q de Tobin, de controle e a independente GOV. Pela tabela, verifica-se que a variável GOV possui correlação negativa e significativa com o Q de Tobin. Também apresenta a correlação entre a variável *Market-to-Book*, de controle e a independente GOV, verificando-se que a variável GOV possui correlação negativa, mas não significativa, com o *Market-to-Book*.

Na Tabela 04 (Q de Tobin), é visto que as variáveis Idade e CAPEX são significantes e positivas ao explicar o valor de mercado de uma empresa. Por sua vez, a variável governança GOV não apresenta significância, porém tem sinal positivo na regressão.

Na Tabela 05, é apresentado o resultado da regressão considerando a variável *market-to-book*. A tabela mostra que, em relação ao *market-to-book*, o que também é significativo e positivo para o valor de mercado de uma empresa brasileira de capital aberto é a rentabilidade (ROA), seguido pelo ativo intangível e caixa e equivalentes de caixa. A variável governança GOV não apresenta significância, mas possui sinal positivo na regressão.

Apesar de a pontuação de divulgação de governança apresentar sinal positivo, não há significância em relação às variáveis dependentes. Assim, a hipótese H₄ é rejeitada, não existindo uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério governança e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

Assim como Atan *et al.* (2018) na Malásia, o presente estudo também não encontrou significância entre os índices que medem o valor de mercado. Assim, não importa ao mercado brasileiro se a empresa divulga ou não os seus itens de governança, para se chegar ao seu valor de mercado.

Essa não importância pode ter relação com a percepção de altos custos para a implantação de áreas de *compliance* e riscos nas empresas e posteriores divulgações nos relatórios aos investidores. Quanto maior o custo, menor o lucro operacional (NOPAT), que acaba gerando também um menor fluxo de caixa livre para a empresa, reduzindo seu *valuation* (JOHNSON; MANS-KEMP; ERASMUS, 2019). O investidor, ao perceber isso, pode optar por não ter esse custo ao deixar a empresa (vender as ações) ou mesmo não as comprar.

O conselho de administração das empresas e a presença de diversidade (como mulheres) não se apresentou significativo em relação à divulgação de critério de governança corporativa (MANITA *et al.*, 2018). Os autores corroboraram outras evidências empíricas que mostram que, abaixo de três mulheres em posição de liderança, não há relação significativa entre diversidade de gênero e divulgação de práticas ESG.

Como um dos itens da governança, tem-se o papel de processos para evitar corrupções e subornos na empresa, ainda representados pelas áreas de *compliance* e riscos. O resultado não significativo encontrado no Brasil pode retratar a situação na qual o país se encontra, com notícias de fraudes em empresas de grande porte na última década. O desempenho antifraude deixa a desejar, já que, com a adoção e devida divulgação de quesitos de governança, uma empresa pode deter melhor valor e desempenho financeiro, vindas da sua transparência e prestação de contas perante os investidores (REDECKER; TRINDADE, 2021). Ainda segundo Redecker e Trindade (2021, p. 39), “fragilidades na governança impactam

negativamente a imagem da empresa no mercado não apenas no que diz respeito ao seu valor, mas também à capacidade de atrair novos investimentos”.

A falta de significância estatística da governança com o valor de mercado das companhias atinge diversas partes do todo (critério G). O presente estudo está em concordância com um artigo que também utilizou uma amostra das empresas da B3, no período entre 2012 a 2014, o qual encontrou relações não significativas com as variáveis reputação da auditoria independente, remuneração da auditoria independente, tamanho do conselho de administração, dualidade do diretor e *expertise* do conselho de administração (WEISS; SOUZA; ARAUJO, 2019). Logo, são itens de governança que não influenciaram o valor de mercado das empresas brasileiras na época analisada.

Um resultado sem significância se torna preocupante por mostrar que as partes interessadas no negócio não estão se preocupando de uma forma devida com as práticas de governança corporativa, independentemente se são boas ou não. Boas e reconhecidas práticas de governança corporativa (transparência, equidade, *accountability* e *compliance*) levam a maiores valores das empresas, assim como se torna uma vantagem ao buscar financiamento público nos mercados financeiros (BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2011). Porém, os resultados não são conclusivos, pois se aplicam somente a amostra estudada de 106 empresas.

O resultado neutro sobre a governança corporativa contrapõe outros realizados com foco no cenário brasileiro. É o caso de uma das pesquisas que corroborou a alta concentração acionária no país, porém ainda considerando que não é algo totalmente ruim, visto que o controle e monitoramento de um único controlador pode apresentar relação positiva com o valor de uma empresa (PINHEIRO *et al.*, 2019).

O segmento denominado “Novo Mercado”, da B3, tem participação de empresas que aderiram a um alto padrão de governança corporativa. As companhias desse segmento adotam práticas de governança de forma voluntária, assim como de regras para as políticas internas, de fiscalização e de controle (B3, 2022). Braga-Alves e Shastri (2011), ao realizarem pesquisa de *valuation* com esse segmento, encontraram influência positiva entre o Q de Tobin e as empresas participantes, entre 2001 e 2005. É válido mencionar o índice ISE, também da B3, no qual um dos critérios para entrada guarda relação com as boas práticas de governança corporativa.

Dessa forma, na regressão, é visto que a rentabilidade sobre o ativo (ROA), assim como idade e CAPEX são significativos para explicar o valor de mercado. Esse cômputo concorda com o encontrado no trabalho de Nascimento *et al.* (2018), no qual o fator G de governança afeta mais significativamente a performance financeira do que o valor por parte

do mercado. Nascimento *et al.* (2018) também encontraram diferenças entre governança e valor de mercado de empresas de pequeno e grande porte. Nas pequenas, apesar de possuírem margem para aumento de eficiência em suas operações por aplicarem medidas de governança, ainda haveria maior tempo de espera para que mais ações do critério G fossem aplicadas. As de maior porte, ao contrário, possuem maior valor de mercado por já terem baixo custo de capital, aumento contínuo de vendas, maior eficiência e, conseqüentemente, boas ações de governança para que continuem funcionando desse modo (NASCIMENTO *et al.*, 2018).

4.6 Resultados e discussão – Controle por Setores B3

A presente pesquisa também fez o controle por setores B3, com a finalidade de descobrir se algum apresentaria associação significativa entre valor de mercado e ESG. Os dez setores da B3 foram os seguintes: Bens Industriais; Comunicações; Consumo Cíclico; Consumo Não Cíclico; Financeiro (não abarcando os intermediários financeiros, como os bancos, que possuem peculiaridades financeiras); Materiais Básicos; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Saúde; Tecnologia da Informação e Utilidade Pública. As regressões chegaram em quatro resultados significativos: no Consumo Cíclico (Q de Tobin e Ambiental – relação negativa), no Consumo Não Cíclico (Q de Tobin e Social – relação positiva, Q de Tobin e G – relação positiva) e Financeiro (*Market-to-Book* e Social – relação positiva).

O setor de Bens Industriais não apresentou nenhuma relação significativa entre o valor de mercado de suas empresas e os fatores ESG. Índícios dessa não significância já poderiam ser verificados na pesquisa de Crisóstomo e Gomes (2018), na qual o setor apresentou poucas aparições entre os que compõem o índice ISE e, ao não aparecer tanto (somente 5,56% do total entre 2005 e 2015), pôde sinalizar ao mercado pouca preocupação com questões socioambientais e de governança.

O setor de Comunicações também não mostrou relação significativa entre o valor de suas empresas e o ESG. O resultado não significativo chega até a ser controverso, visto que é o setor que teve todas as suas observações de relatórios de sustentabilidade, em um estudo, com controvérsias ESG entre 2013 e 2018, que é quando há situações, escândalos e acontecimentos negativos que podem repercutir na reputação e em outros aspectos da empresa (FORTE *et al.*, 2020).

Já o setor de Consumo Cíclico apresentou relação marginalmente significativa e negativa entre o Q de Tobin e o fator ambiental, conforme mostra a regressão da Tabela 06:

Tabela 06: Regressões (Controle Setores B3) e divulgação ESG (total), E, S e G

Setor B3	Consumo Cíclico	Consumo Não Cíclico	Consumo Não Cíclico	Financeiro
Variáveis	Q de Tobin e ENV	Q de Tobin e SOC	Q de Tobin e GOV	Market-to-Book e SOC
Qtobin/MTB	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
Tam	1.499706*** (0.006)	0.0333184 (0.682)	-0.111285 (0.279)	-0.9940192 (0.146)
Alav	-2.933022** (0.043)	-1.28119*** (0.008)	-1.168577** (0.044)	4.559074 (0.191)
Cresc	-0.37967 (0.267)	0.1632832 (0.315)	0.1064017 (0.534)	0.4101455 (0.662)
Roa	1.136501 (0.557)	4.550368** (0.042)	0.2310753 (0.908)	17.29272*** (0.002)
Dy	-4.320255* (0.092)	-0.0662038 (0.984)	8.313175** (0.025)	-12.50548* (0.062)
Idade	0.2614033*** (0.000)	-0.1187732*** (0.000)	-0.1022512*** (0.000)	0.1690491 (0.218)
Capex	33.4583** (0.030)	-10.66276 (0.155)	6.585846 (0.536)	5.235683 (0.295)
Intang	-5.449087 (0.546)	-5.542535*** (0.003)	-3.449344* (0.061)	-13.45789** (0.020)
Caixa	1.40511 (0.867)	-6.908438*** (0.001)	-3.897772 (0.122)	149.1545 (0.252)
ESG/E/S/G	-0.0279161* (0.057)	0.0307237*** (0.000)	0.0402637* (0.058)	0.061896** (0.019)
constante	-35.86132*** (0.004)	1.593637 (0.417)	3.388681 (0.162)	19.17776 (0.224)
R ²	0.5367	0.7654	0.6532	0.8040
Observações	101	51	56	48

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2022).

O resultado negativo pode ser relacionado aos subsetores poluentes encontrados dentro do setor, como construção civil, utilidades domésticas (eletrodomésticos) e automóveis e motocicletas. Reforçando a associação negativa, a pesquisa de Forte *et al.* (2020) também encontrou a mesma relação desfavorável entre o setor de Consumo Cíclico e o desempenho dos relatórios de responsabilidade social corporativa significativa a 1%. O mesmo aconteceu com o setor em um estudo na África do Sul (JOHNSON; MANS-KEMP; ERASMUS, 2019), no qual houve relação significativamente negativa entre o *disclosure* ambiental e os indicadores contábeis e de mercado.

O setor de Consumo Não Cíclico apresentou dois resultados: Q de Tobin significativo com o fator social (estatisticamente significativo a 1%) e com o de governança (marginalmente significativo a 10%). A Tabela 06 mostra a regressão entre Q de Tobin e social e a regressão entre Q de Tobin e governança corporativa.

Com a relação positiva do Q de Tobin e o critério social no setor Consumo Não Cíclico, supõe-se que o resultado marginalmente significativo e positivo encontrado na regressão com dados em painel de todas as empresas (Tabela 04) possivelmente foi puxado por esse outro do setor. Assim, isso corrobora a aceitação da Teoria dos *Stakeholders* no âmbito social e põe em discussão as leis trabalhistas brasileiras e a nova mentalidade da geração que está investindo no mercado de capitais e os consumidores mais conscientes em suas compras do setor Consumo Não Cíclico.

O setor Consumo Não Cíclico incorpora empresas de subsetores como agropecuária, alimentos processados, bebidas, produtos de uso pessoal e de limpeza e comércio e distribuição. O *disclosure* socioambiental de empresas do setor foi considerado alto (0,71 para o social, especificamente), demonstrando uma certa preocupação com questões sustentáveis, além de evidenciar melhores itens de governança corporativa, como tamanho e independência do conselho de administração (MOURA *et al.*, 2021). Esse maior nível de divulgação do setor de Consumo Não Cíclico pode ter relação com as regulamentações exigidas, como certificações e preocupações com seus *stakeholders* (consumidores) principalmente para a agropecuária, um subsetor que tem o mercado externo como principal comprador (MOURA *et al.* 2021).

Além disso, das trinta e uma (31) empresas listadas no Consumo Não Cíclico, dezenove (19) participam do segmento de listagem Novo Mercado, uma proporção de mais de 60% em relação ao total do setor (B3, 2022). Esse segmento apresenta o mais alto padrão a ser seguido de regras de governança corporativa e a sua adoção pelas empresas ainda é voluntária. Assim, por terem uma classificação que abrange mais divulgação do que é

solicitado pela legislação brasileira, empresas do setor podem ser valorizadas por sua participação nessa listagem.

O setor Financeiro, aqui excluídos os intermediários financeiros (como bancos), apresentou significância positiva entre o *Market-to-Book* e o fator S, conforme Tabela 06. Apesar de a rentabilidade se apresentar novamente com alta relação positiva com o índice *Market-to-Book*, o social também se encontra positivo no setor Financeiro. A questão social positivamente associada a um indicador de mercado, pelos subsetores de exploração de imóveis (*shopping centers*), *holdings* diversificadas e serviços financeiros diversos, mostra um impacto das ações com pessoal, dos produtos financeiros finais e da sociedade (consumidores) novamente na mentalidade do investidor ou acionista, aumentando, mesmo que de forma não tão significativa, o valor de mercado dessas empresas.

Materiais básicos foi outro setor que não apresentou nenhum tipo de significância com o ESG. É controverso, pois, segundo Crisóstomo e Gomes (2018), as empresas de Siderurgia e Metalurgia, Papel e Celulose, Petroquímicos e Minerais Metálicos, que compõem o setor, são as que mais figuram no índice ISE de sustentabilidade da B3, porém, isso não fez com que apresentassem relação significativa com os seus valores de mercado. Por outro lado, é um setor que apresenta níveis de atividade extremamente danosos ao meio-ambiente e, por consequência, à sociedade, mas não foi algo que chegou a interferir de forma negativa no valor de mercado. O resumo disso é que a rentabilidade desse setor é vista pelo acionista, porém os fatores ESG não parecem interessar ao ponto de influenciar o mercado.

No setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, também não se definiram relações significantes entre as variáveis. De acordo com o estudo de Forte *et al.* (2020), essa categoria contém a maior média de controvérsias ESG entre todas as outras. A própria agência reguladora do setor (ANP – Agência Nacional do Petróleo, Gás e Biocombustíveis) já explicitou o que deve ser feito pelas empresas para melhorar a mensuração e divulgação do desempenho do fator ambiental (BERGAMINI JUNIOR, 2021), permitindo que, talvez futuramente, essas ações sejam mais notadas pelos investidores e possam interferir até positivamente no valor de mercado. Em contraposição, pelo *compliance* exigido por setores altamente poluidores, outro trabalho evidenciou uma relação significativa negativa entre a divulgação voluntária ambiental e o valor de mercado das empresas petroquímicas, do gás e de biocombustíveis, no período entre 2007 e 2011 no Brasil (SOUSA *et al.*, 2014).

O setor de Saúde não apresentou significância estatística entre as variáveis contábeis e de mercado e o ESG. Esse resultado diverge do encontrado no estudo de De Luca *et al.* (2019), no qual o desempenho de mercado (Q de Tobin) teve relação positiva com as práticas

ESG no período de 2010 a 2018 no Brasil. Porém, como esse estudo tem relação com variáveis de mercado, que dependem muito da percepção dos *stakeholders* naquele momento, quase como um ativo intangível da empresa, há como ocorrer divergências nos achados (LIOUI; SHARMA, 2012).

Tecnologia da Informação é a categoria com menos empresas na amostra (somente duas), o que impossibilitou uma análise objetiva por possuir poucas observações na regressão com dados em painel. Desse modo, não foi possível verificar se há algum tipo de relação entre o valor de mercado das companhias do setor e os fatores ESG, seja ela positiva, neutra ou negativa.

O último setor, de Utilidade Pública, também não apresentou significância estatística entre as variáveis. É a categoria que ocupou a segunda maior proporcionalidade de empresas dentro do ISE (CRISÓSTOMO; GOMES, 2018), com os subsetores de energia elétrica, água e saneamento e gás, e que apresentou associação positiva sobre o desempenho dos relatórios de sustentabilidade da B3 (FORTE *et al.*, 2020). Porém, assim como o setor de Materiais Básicos, Utilidade Pública é considerado como de alto impacto no meio-ambiente, podendo ter pressão de órgãos governamentais e sociedade no geral para que evidenciem de uma melhor forma as suas práticas ESG, gerando até mesmo uma legitimação de sua operação perante os seus *stakeholders* (CRISÓSTOMO; GOMES, 2018). Essas partes interessadas que poderão criar e dar maior valor à entidade, por meio da análise de seus *disclosures* e tomadas de decisão.

Ainda há poucos estudos baseados nos setores da B3 com relação à sustentabilidade. Entretanto, é perceptível que cada setor possui seu impacto nas esferas do ESG, seja ambiental, social ou governança. E nem todas as divulgações de ações sustentáveis por companhias desses setores se traduzem em um maior valor de mercado. Os investidores e acionistas ainda visam à rentabilidade e à lucratividade no curto prazo, nem sempre considerando que a sustentabilidade age no longo prazo. Contudo, os resultados positivos dos setores Consumo Não Cíclico e Financeiro da B3, no item social, mostram que essa afirmação começa a perder força e o ESG também começa a importar nas decisões de mercado, mesmo que lentamente.

4.7 Resultados e discussão - Controle por Anos (Evolução ESG)

Para o controle da relação entre valor de mercado e ESG por anos e para verificar uma possível evolução, foi realizada uma regressão *cross-section* (séries temporais), de 2013 a

2020. Os resultados encontrados pela regressão mostram uma relação negativa entre o fator social em 2013 e entre a governança e valor em 2014. Assim, o próprio ESG total também apresentou associação marginalmente significativa e negativa em 2013 e 2014. Após esses anos, não se verificou nenhuma relação entre o *disclosure* dos critérios ESG e o valor de mercado da empresa, fortificando o argumento de que o mercado de capitais não se interessa por questões sustentáveis quando avalia os seus investimentos.

A Tabela 07 mostra as regressões entre o fator social e o valor de mercado no ano de 2013 e entre o fator governança e o valor de mercado no ano de 2014. O fator ESG (total), acompanhando as tendências do social em 2013 e governança em 2014, também apresentou sinais negativos na regressão, tanto em 2013 como 2014, conforme a mesma Tabela 07:

Tabela 07: Regressões (Controle Anos) e divulgação ESG (total), E, S e G

Ano	2013	2014	2013	2014
Variáveis	Q de Tobin e SOC	Q de Tobin e GOV	Q de Tobin e ESG	Q de Tobin e ESG
Qtobin	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
Tam	-0.1008165 (0.406)	-0.0664605 (0.536)	-0.1532442 (0.181)	-0.0415424 (0.711)
Alav	-0.41737 (0.569)	0.8664146 (0.149)	-0.5530528 (0.431)	0.7404843 (0.223)
Cresc	-0.3490058 (0.429)	0.958875** (0.031)	-0.442925 (0.416)	0.867955** (0.039)
Roa	8.097123*** (0.007)	11.54281*** (0.000)	9.120462*** (0.000)	11.3297*** (0.000)
Dy	-0.4040109 (0.876)	-0.4699746 (0.378)	-0.3976118 (0.886)	-0.2499714 (0.652)
Idade	0.0012252 (0.859)	-0.0003863 (0.960)	0.0026134 (0.760)	0.0002853 (0.969)
Capex	1.603971 (0.518)	0.5922612 (0.822)	2.444833 (0.253)	1.23739 (0.635)
Intang	0.8002959 (0.131)	0.2855104 (0.677)	0.5765922 (0.244)	0.438283 (0.544)
Caixa	2.300814 (0.744)	0.4446674 (0.919)	0.8754528 (0.900)	0.1600623 (0.973)
ESG/E/S/G	-0.0098484* (0.061)	-0.0210491** (0.023)	-0.0106329* (0.080)	-0.011322* (0.064)
constante	3.16407 (0.283)	2.213722 (0.368)	4.288911* (0.084)	1.098722 (0.662)
R ²	0.4561	0.4782	0.4648	0.4764
Observações	57	64	65	64

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2022).

Considerando todo o contexto de 2013 e 2014 para as relações negativas, pode-se fazer algumas constatações. O pronunciamento contábil CPC 24 (CPC, 2009), aprovado em 2009 detalha os eventos subsequentes que devem ser divulgados pelas empresas em seus relatórios. A deflagração do caso Operação Lava-Jato em março de 2014, de corrupção e fraude entre empresas listadas em bolsa de valores, poderia ter feito essas envolvidas logo relatarem o evento subsequente em suas demonstrações do quarto trimestre de 2013. Esse relato poderia já antecipar que a divulgação de informações relacionadas com o social e a governança interferiria no valor de mercado dessas empresas atingidas.

O esquema de corrupção deflagrado em março de 2014 trouxe um cenário de crise econômica e política ao país. Houve uma perda de valor das empresas estatais brasileiras mais negociadas na bolsa de valores nacional e também em forma de ADR (*American Depositary Receipt*), como Petrobras e Banco do Brasil (PADULA, ALBUQUERQUE, 2018; SILVA, RIBEIRO, 2021). Ainda, para o investidor nacional, que tende a conhecer melhor as empresas, a desvalorização ocorre por empresa, independentemente se é Petrobras ou Banco do Brasil, enquanto que, para o investidor estrangeiro, não há diferenças, ocorrendo a perda do valor da ação para todas as empresas estudadas (PADULA; ALBUQUERQUE, 2018).

Além disso, o impacto negativo na governança é sentido, pelas ocorrências de fraude, de suborno e de corrupção dentro das empresas, entre elas e entre elas e o governo. O impacto negativo no social também ocorre, pela reputação corporativa das companhias frente às suas partes interessadas, como a sociedade no geral. A Operação Lava-Jato e as informações divulgadas posteriormente em seus relatórios financeiros e de sustentabilidade, diminuíram o valor de mercado das empresas do mesmo segmento das listadas (ARAÚJO *et al.*, 2018). Mesmo assim, a partir da operação anticorrupção, o mercado começou a precificar mais corretamente as empresas que apresentaram atos corruptos devido à própria concorrência desleal na competitividade (ARAÚJO *et al.*, 2018).

Por outro lado, além do cenário de enfraquecimento da governança em 2014, há a crise dos mercados emergentes em 2014. O Brasil sofreu com essa recessão entre o primeiro trimestre de 2014 e o último trimestre de 2016. Os resultados indicam que essa crise interferiu no valor de mercado e abalou os fatores ESG como um todo. Mesmo assim, em cenários de crise econômica, o investidor preza pela remuneração alavancada, maior liquidez e menores dívidas no curto prazo (FURTADO FILHO; FLACH; SALLABERRY, 2019), o que acabaria sendo seguido nos próximos anos, nos quais não houve relação significativa do ESG e fatores com o valor de mercado das companhias.

Os anos de 2015 até 2020 não apresentaram significância estatística entre a divulgação dos fatores ESG e o valor de mercado das companhias do mercado brasileiro de capitais. Assim, o resultado da presente pesquisa, em relação ao controle dos anos, corrobora a ideia de que o mercado de capitais precifica de forma nula o desempenho socioambiental das companhias (ZAGO; JABBOUR; BRUHN, 2018). Mesmo o ano de 2020, com a crise sanitária do Covid-19, não abarcou divulgações de sustentabilidade que alterassem o valor de mercado das empresas.

Ainda assim, esse achado mostra uma evolução da questão ESG e valor de mercado no Brasil ao constatar que, no início do período estudado (2013 e 2014), as divulgações sustentáveis traziam relações negativas com o valor e que, a partir de 2015, houve precificações nulas, ao invés de negativas. Se antes os investidores precificavam os *disclosures* do ESG de uma forma negativa, antevendo maiores custos com essa prática e evidenciação, após 2015 isso não é mais captado nos achados da pesquisa, sendo registros neutros, possivelmente justificados por uma alteração nas tomadas de decisões desses indivíduos na bolsa brasileira de valores. Ao longo prazo, com as mudanças já citadas de mentalidade da geração investidora no mercado de capitais e dos consumidores cada vez mais conscientes, além da sociedade no geral, esse panorama poderá ser modificado para uma relação significativamente positiva entre os valores das empresas e a sustentabilidade, sendo um ponto para estudos futuros no campo das finanças.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O termo ESG (*environmental, social and governance*) surgiu em 2004, por meio de um relatório da ONU em conjunto com o Banco Mundial, mas somente mais recentemente que apareceu como tema de pesquisas a nível mundial. De forma geral, foi verificado que, em países desenvolvidos, a divulgação dessas ações sustentáveis é valorizada pelo investidor na forma de um maior valor de mercado ou rentabilidade do negócio. Em países emergentes, as pesquisas também começaram a mostrar uma valorização das empresas que divulgam as suas práticas ESG. Porém, devido ao aumento de estudos nos últimos anos, ainda não houve consenso entre todos sobre o tema.

A presente pesquisa teve como objetivo verificar a relação entre a divulgação das práticas ESG (total, ambiental, social e de governança corporativa) por empresas brasileiras de capital aberto e os seus valores de mercado, no período de 2012 a 2020. Como estudos anteriores mostraram uma relação positiva entre esse *disclosure* e o valor de mercado em outros países de economia emergente, essa questão foi levada ao Brasil.

Os testes estatísticos revelaram que as empresas brasileiras não apresentam relação significativa no geral entre os fatores ESG e o valor de mercado. A exceção veio do fator social, que apresentou uma associação marginalmente significativa (com p-valor entre 0,05 e 0,10), podendo vir da legislação trabalhista brasileira, a mudança de mentalidade dos novos investidores da bolsa de valores, além de consumidores mais conscientes no assunto sustentabilidade.

Os controles por setores da B3 e por anos também mostraram resultados significantes. Assim, por setor, foram verificados que Consumo Cíclico apresentou relação negativa entre valor de mercado (Q de Tobin) e divulgação ambiental; Consumo Não Cíclico teve relação positiva entre Q de Tobin e divulgação social e de governança; por fim, o setor Financeiro teve relação positiva entre *Market-to-Book* e divulgação social. Quando o controle foi por ano, 2013 apresentou associação negativa entre Q de Tobin e divulgação social, assim como em 2014, entre o mesmo índice de valor de mercado e a divulgação de governança. A divulgação ESG (total) mostrou impacto negativo no valor somente nos anos 2013 e 2014, e depois disso não houve significância. O controle por ano, como uma tentativa de verificar a evolução do *disclosure* ESG e valor, mostrou que, nos primeiros anos (2013 e 2014), as relações eram negativas, evoluindo para sem significâncias até o último ano analisado e podendo até aparecerem positivas nos próximos anos, o que é esperado, considerando outros países emergentes.

Assim, este estudo acabou por considerar, como plano de fundo, a contraposição de ideias entre a Teoria dos *Stakeholders*, na qual a sociedade é colocada em posição de destaque, e a Teoria dos *Stockholders*, voltada aos acionistas das empresas, que consideram principalmente a sua lucratividade. Nos resultados encontrados, o índice ROA apareceu frequentemente com significância positiva, podendo ser considerada, então, a Teoria dos *Stockholders* para o mercado brasileiro de capitais, na medida em que a rentabilidade ainda é fator relevante para o valor de mercado de uma empresa, em detrimento às divulgações de ações sustentáveis.

A pesquisa apresenta algumas limitações, podendo-se elencar a quantidade de empresas considerada e constante na base de dados *Bloomberg*, compreendendo basicamente 1/3 de todas as da B3, bolsa de valores brasileira. Além disso, houve a utilização de um índice de divulgação já pronto e feito por analistas de uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro, sendo provável certa perda de objetividade nas análises, o que não consegue ser verificado pelos estudos. Outro ponto limitador refere-se à divulgação das práticas ESG pelas empresas, não havendo verificação se todas as ações são reais e não objetos de *greenwashing* ou *socialwashing*.

As pesquisas futuras podem abranger uma série de pontos dentro do ESG. Portanto, como sugestões de pesquisas, indica-se a utilização de outro índice ESG do mercado, como os disponibilizados pelas bases de dados *Eikon Thomson Reuters* e MSCI e a comparação entre os diversos índices de divulgação e o valor de mercado das empresas ou, até mesmo, de indicadores contábeis de rentabilidade. A busca de uma possível relação entre uma maior divulgação e a listagem em ADR (*American Depositary Receipt* – uma forma de as ações listadas no Brasil serem negociadas nos Estados Unidos) das empresas brasileiras também seria relevante, considerando que há, cada vez mais, uma maior preocupação com a sustentabilidade no mercado exterior. Outro aspecto seria confrontar os resultados brasileiros com os de outros países emergentes e estudar as possíveis divergências contábeis, econômicas, sociais e até mesmo culturais entre eles que levaram a essas diferenças.

REFERÊNCIAS

- ABDI, Yaghoub; LI, Xiaoni; CÂMARA-TURULL, Xavier. Impact of sustainability on firm value and financial performance in the air transport industry. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 12, n. 23, p. 1–22, 2020. <https://doi.org/10.3390/su12239957>
- ABOUD, Ahmed; DIAB, Ahmed. The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, [S. l.], v. 8, n. 4, p. 442–458, 2018. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>
- ALAREENI, Bahaeddin Ahmed; HAMDAN, Allam. ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. **Corporate Governance (Bingley)**, [S. l.], v. 20, n. 7, p. 1409–1428, 2020. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- ALSAYEGH, Maha Faisal; RAHMAN, Rashidah Abdul; HOMAYOUN, Saeid. Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 12, n. 9, 2020. <https://doi.org/10.3390/su12093910>
- AMMANN, Manuel; OESCH, David; SCHMID, Markus M. Corporate governance and firm value: International evidence. **Journal of Empirical Finance**, [S. l.], v. 18, n. 1, p. 36–55, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>.
- AOUADI, Amal; MARSAT, Sylvain. Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. **Journal of Business Ethics**, [S. l.], v. 151, n. 4, p. 1027–1047, 2018. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>
- ARAÚJO, Eduardo Carvalho Correa De; RODRIGUES, Victor Rangel dos Santos; MONTE-MOR, Danilo Soares; CORREIA, Rogério Dias. Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, [S. l.], v. 17, n. 51, 2018. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2626>
- ARAYSSI, Mahmoud; DAH, Mustafa; JIZI, Mohammad. Women on boards, sustainability reporting and firm performance. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, [S. l.], v. 7, n. 3, p. 376–401, 2016. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2015-0055>
- ARAYSSI, Mahmoud; JIZI, Mohammad; TABAJA, Hala Hussein. The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, [S. l.], v. 11, n. 1, p. 137–161, 2020. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0136>
- ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio De. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração - RAUSP**, [S. l.], v. 43, n. 1, p. 1–27, 2008.
- ATAN, Ruhaya; ALAM, Md Mahmudul; SAID, Jamaliah; ZAMRI, Mohamed. The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. **Management of Environmental Quality: An International Journal**,

[S. l.], v. 29, n. 2, p. 182–194, 2018. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Empresas listadas B3**. São Paulo: B3, 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 30 mai. 2021.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)**, 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 06 jul. 2021.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de listagem**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em 11 jan. 2022.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Sustentabilidade nas empresas**: Conheça as iniciativas da B3 junto às empresas que valorizam o tema de sustentabilidade. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/empresas/governanca-corporativa/sustentabilidade/. Acesso em 21 dez. 2021.

BAJIC, Stevan; YURTOGLU, Burcin. Which aspects of CSR predict firm market value? **Journal of Capital Markets Studies**, [S. l.], v. 2, n. 1, p. 50–69, 2018. <https://doi.org/10.1108/JCMS-10-2017-0002>

BELKAOUI, Ahmed. The Impact of the Disclosure of the Environmental Effects of Organizational Behavior on the Market. **Financial Management**, [S. l.], v. 5, n. 4, p. 26–31, 1976. <https://doi.org/10.2307/3665454>

BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. ESG, Impactos Ambientais e Contabilidade. **Pensar Contábil**, [S. l.], v. 23, n. 80, p. 46–54, 2021.

BERMAN, Shawn L.; WICKS, Andrew C.; KOTHA, Suresh; JONES, Thomas M. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance. **The Academy of Management Journal**, [S. l.], v. 42, n. 5, p. 488–506, 1999. <https://doi.org/10.2307/256972>

BHASKARAN, Rajesh Kumar; TING, Irene Wei Kiong; SUKUMARAN, Sujit K.; SUMOD, Saraswathy Divakaran. Environmental, Social and Governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination. **Managerial and Decision Economics**, [S. l.], v. 41, n. 5, p. 1–20, 2020. <https://doi.org/10.1002/mde.3131>

BING, Tao; LI, Meng. Does CSR signal the firm value? Evidence from China. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 11, n. 15, p. 1–22, 2019. <https://doi.org/10.3390/su11154255>

BLACCONIERE, Walter G.; NORTHCUT, W. Dana. Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, [S. l.], v. 12, n. 2, p. 149–178, 1997. <https://doi.org/10.1177/0148558X9701200203>

BLACCONIERE, Walter G.; PATTEN, Dennis M. Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 18, n. 3, p. 357–377, 1994. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90026-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90026-4)

BLOOMBERG. **Sustainable Finance**: Bloomberg Professional Services, 2021. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/sustainable-finance/>. Acesso em: 01 jun. 2021.

BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, Kuldeep. Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. **Financial Management**, [S. l.], p. 139–157, 2011. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01137.x>

BRAMMER, Stephen J.; BROOKS, Chris; PAVELIN, Stephen. Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. **Financial Management**, [S. l.], v. 35, n. 3, p. 97–116, 2006. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>

BROOKS, Chris; OIKONOMOU, Ioannis. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. **British Accounting Review**, [S. l.], v. 50, n. 1, p. 1–15, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>

BURKE, Jenna J.; CLARK, Cynthia E. The business case for integrated reporting: Insights from leading practitioners, regulators, and academics. **Business Horizons**, [S. l.], v. 59, n. 3, p. 273–283, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.01.001>

CAPELLE-BLANCARD, Gunther; PETIT, Aurélien. Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction. **Journal of Business Ethics**, [S. l.], v. 157, n. 2, p. 543–565, 2019. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3667-3>

CHAUHAN, Yogesh; KUMAR, Surya B. Do investors value the non financial disclosure in emerging markets? **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 37, n. November 2017, p. 32–46, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.05.001>

CHELAWAT, Hemlata; TRIVEDI, Indra Vardhan. The business value of ESG performance: the Indian context. **Asian Journal of Business Ethics**, [S. l.], p. 195–210, 2016. <https://doi.org/10.1007/s13520-016-0064-4>

CHENG, Beiting; IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. Corporate Social Responsibility and Access to Finance. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 35, n. 1, p. 1–23, 2014. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>

CHING, Hong Yuh; GERAB, Fábio; TOSTE, Thiago Henrique. The Quality of Sustainability Reports and Corporate Financial Performance: Evidence From Brazilian Listed Companies. **SAGE Open**, [S. l.], v. 7, n. 2, 2017. <https://doi.org/10.1177/2158244017712027>

CLARKSON, Peter M.; OVERELL, Michael B.; CHAPPLE, Larelle. Environmental Reporting and its Relation to Corporate Environmental Performance. **Abacus**, [S. l.], v. 47, n. 1, p. 27–60, 2011. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00330.x>

CNI – Confederação Nacional da Indústria. **Relatório Competitividade Brasil 2019-2020**. Brasília: CNI, 2020. Disponível em: <https://static.portaldaindustria.com.br/media/filer_public/ca/fc/cafc2274-9785-40db-934d-d1248a64dd94/competitividadebrasil_2019-2020_v1.pdf>. Acesso em: 08 jan. 2022.

CONCA, Lavinia; MANTA, Francesco; MORRONE, Domenico; TOMA, Pierluigi. 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**, [S. l.], n. September, p. 1–14, 2020. <https://doi.org/10.1002/bse.2672>

CONSTANTINESCU, Daniela; CARAIANI, Chirata; LUNGU, Camelia I.; MITITEAN, Pompei. Environmental, social and governance disclosure associated with the firm value: Evidence from energy industry. **Journal of Accounting and Management Information Systems**, [S. l.], v. 20, n. 1, p. 56–75, 2021. <https://doi.org/10.24818/jamis.2021.01003>

CORMIER, Denis; AERTS, Walter; LEDOUX, Marie Josée; MAGNAN, Michel. Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, [S. l.], v. 26, n. 1, p. 71–88, 2009. <https://doi.org/10.1002/cjas.89>.

CORMIER, Denis; MAGNAN, Michel. The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. **Ecological Economics**, [S. l.], v. 62, p. 613–626, 2007. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.07.030>

COSTA, Fábio Moraes Da; LOPES, Alexandro Broedel; COSTA, Alessandra Cristina de Oliveira. Conservadorismo em cinco países da América do Sul. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 41, p. 7–20, 2006. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000200002>

CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 24 - Evento Subsequente**. Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; FREIRE, Fátima de Souza; VASCONCELLOS, Felipe Cortes De. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. **Social Responsibility Journal**, [S. l.], v. 7, n. 2, p. 295–309, 2011. <https://doi.org/10.1108/17471111111141549>

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GOMES, Lorena Albuquerque da Silva. Análise da evolução da adesão de empresas ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). **Rev. Adm. UFSM**, [S. l.], v. 11, n. 2, p. 772–794, 2018. <https://doi.org/10.5902/1983465931879>

CUNHA, Felipe Arias Fogliano de Souza; SAMANEZ, Carlos Patrício. Análise de desempenho dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro. **Revista Production**, [S. l.], v. 24, n. 2, p. 420–434, 2014. <https://doi.org/10.1590/S0103-65132013005000054>

DE LUCA, Jessica Mendes; GÓIS, Alan Diógenes; DE LUCA, Marcia Martins; MEDEIROS, Jislene Trindade. Efeito Da Responsabilidade Social Corporativa E Da Governança Corporativa No Desempenho Empresarial No Setor De Saúde. **Revista de Administração Hospitalar e Inovação em Saúde**, [S. l.], v. 16, n. 4, p. 63–80, 2019. <https://doi.org/10.21450/rahis.v16i4.5917>

DUUREN, Emiel Van; PLANTINGA, Auke; SCHOLTENS, Bert. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. **Journal of Business Ethics**, [S. l.], v. 138, p. 525–533, 2016. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>

DRUCKER, P. **A Administração**. São Paulo: Nobel, 2001.

ECCLES, R. ...; KRZUS, M. .. **One Report: Integrated reporting for a Sustainable Strategy**. [s.l: s.n.].

ECCLES, Robert G.; IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. **Management Science**, [S. l.], v. 60, n. 11, p. 2835–2857, 2014. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

ELKINGTON, John. Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. **California Management Review**, [S. l.], v. 36, n. 2, p. 90–100, 1994. <https://doi.org/10.2307/41165746>

ELKINGTON, J. **Sustentabilidade: canibais com garfo e faca**. São Paulo, SP: M. Books do Brasil, 2012.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. The cross-section of expected stock returns. **Journal of Finance**, v. 33, p. 3-56, 1992.

FATEMI, Ali; GLAUM, Martin; KAISER, Stefanie. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. **Global Finance Journal**, [S. l.], v. 38, p. 45–64, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FAZZINI, Marco; DAL MASO, Lorenzo. The value relevance of “assured” environmental disclosure: The Italian experience. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, [S. l.], v. 7, n. 2, p. 225–245, 2016. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2014-0060>

FERNANDES, José L. B.; LINHARES, Heloíza da Câmara. Análise do Desempenho Financeiro de Investimentos ESG nos países emergentes e desenvolvidos. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], 2018. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3091209>

FORTE, Hyane Correia; SILVA, Larissa Karoline Souza; GOMES, Lorena Albuquerque da Silva; SOARES, Romulo Alves; FORTE, Fabio Correia. Influência das Controvérsias ASG sobre o Desempenho dos Relatórios de Responsabilidade Social Corporativa: uma Análise das Empresas Listadas na B3. **XLIV EnANPAD**, [S. l.], 2020.

FREEDMAN, Martin; PATTEN, Dennis M. Evidence on the pernicious effect of financial report environmental disclosure. **Accounting Forum**, [S. l.], v. 28, n. 1, p. 27–41, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.04.006>

FREEMAN, Edward. The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. **Business Ethics Quarterly**, [S. l.], v. 4, n. 4, p. 409–421, 1994. <https://doi.org/10.2307/3857340>

FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. **The New**

York Times, [S. l.], p. 31–35, 1970. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14.

FROOMAN, Jeff. Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies. **Business Society**, [S. l.], v. 36, n. 3, p. 221–249, 1997. <https://doi.org/10.1177/000765039703600302>

FURTADO FILHO, Flávio Luiz Furtado; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas. Mercado de capitais nos cenários de crise em mercados emergentes. **Journal Globalization, Competitiveness & Governability**, [S. l.], v. 13, n. 3, p. 83–96, 2019.

GHERGHINA, Ștefan Cristian; VINTILĂ, Georgeta. Exploring the impact of corporate social responsibility policies on firm value: The case of listed companies in Romania. **Economics and Sociology**, [S. l.], v. 9, n. 1, p. 23–42, 2016. <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2016/9-1/2>

GLOBAL, Pacto. **A evolução do ESG no Brasil**, 2021.

HALL, April. **ESG' Knocking on the Boardroom Door - Environmental, social and governance: Supporting the bottom line and the greater good**, 2017.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 31, p. 405–440, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

HIGGINS, Colin; STUBBS, Wendy; LOVE, Tyron. Walking the talk(s): Organisational narratives of integrated reporting. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, [S. l.], v. 27, n. 7, p. 1090–1119, 2014. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2013-1303>

HILLMAN, Amy J.; KEIM, Gerald D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 22, n. 2, p. 125–139, 2001. [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H)

IFAC, Internacional Federation of Accountants; IIRC, International Intregrated Reporting Council. **Materiality in IR: Guidance for the preparation of integrated reports**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <https://www.ifac.org/system/files/publications/files/Materiality-in-Integrated-Reporting.pdf>.

IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. **The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting**. [s.l: s.n.].

IONESCU, George H.; FIROIU, Daniela; PIRVU, Ramona; VILAG, Ruxandra Dana. The impact of ESG factors on market value of companies from travel and tourism industry. **Technological and Economic Development of Economy**, [S. l.], v. 25, n. 5, p. 820–849, 2019. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.10294>

ISOLA, Wakeel Atanda; ADELEYE, Bosede Ngozi; OLOHUNLANA, Aminat Olayinka. Boardroom female participation, intellectual capital efficiency and firm performance in developing countries: Evidence from Nigeria. **Journal of Economics, Finance and**

Administrative Science, [S. l.], v. 25, n. 50, p. 413–424, 2020.
<https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2019-0034>

IYER, Easwar S.; KASHYAP, Rajiv K. Noneconomic goals of investors. **Journal of Consumer Behaviour**, [S. l.], v. 8, p. 225–237, 2009. <https://doi.org/10.1002/cb.281>

JESUS, Carine Moreira De; SOUZA, Anisio Pereira De; PELUCIO-GRECCO, Marta Cristina; SILVA, Fabiana Lopes Da. Mulheres na administração das empresas listadas na B3 sob a ótica das Teorias Cultural e dos Escalões Superiores. **Revista Fipecafi de Contabilidade, Controladoria e Finanças**, [S. l.], v. 1, n. 2, p. 143–158, 2020.

JIAO, Yawen. Stakeholder welfare and firm value. **Journal of Banking and Finance**, [S. l.], v. 34, n. 10, p. 2549–2561, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>

JO, Hoje; KIM, Youngtae. Disclosure frequency and earnings management. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 84, n. 2, p. 561–590, 2007.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.007>

JOHNSON, Ruth; MANS-KEMP, Nadia; ERASMUS, Pierre D. Assessing the business case for environmental, social and corporate governance practices in South Africa. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, [S. l.], v. 22, n. 1, p. 1–13, 2019.
<https://doi.org/10.4102/sajems.v22i1.2727>

KIM, Woo Sung; PARK, Kunsu; LEE, Sang Hoon. Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Korea. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 10, n. 7, p. 1–20, 2018. <https://doi.org/10.3390/su10072497>

KIM, Yongtae; PARK, Myung Seok; WIER, Benson. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? **The Accounting Review**, [S. l.], v. 87, n. 3, p. 761–796, 2012. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>

KOLSI, Mohamed Chakib; ATTAYAH, Osama F. Environmental policy disclosures and sustainable development: Determinants, measure and impact on firm value for ADX listed companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [S. l.], v. 25, n. 5, p. 807–818, 2018. <https://doi.org/10.1002/csr.1496>

KONAR, Shameek; COHEN, Mark A. **Does the market value environmental performance?** [s.l.: s.n.]. v. 83 <https://doi.org/10.1162/00346530151143815>

KOTHARI, S. P. Capital Markets Research in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 31, n. 1–3, p. 105–231, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)

LAMEIRA, Valdir de Jesus; NESS JR., Walter Lee; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves; PEREIRA, Roberto Guimarães. Sustentabilidade, Valor, Desempenho e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, [S. l.], v. 15, n. 46, p. 76–90, 2013. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1806-48922013000100076&lang=pt%0Ahttp://www.scielo.br/pdf/rbgn/v15n46/1983-0807-rbgn-15-46-76.pdf.

- LANDAU, Alexander; ROCHELL, Janina; KLEIN, Christian; ZWERGEL, Bernhard. **Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports?** *Business Strategy and the Environment*, 2020. <https://doi.org/10.1002/bse.2467>
- LAU, Chee Kwong. The economic consequences of business sustainability initiatives. *Asia Pacific Journal of Management*, [S. l.], v. 36, n. 4, p. 937–970, 2019. <https://doi.org/10.1007/s10490-018-9623-7>
- LEE, Jaehong; KIM, Eunsoo. Would overconfident CEOs engage more in environment, social, and governance investments? With a focus on female representation on boards. *Sustainability (Switzerland)*, [S. l.], v. 13, n. 6, p. 1–16, 2021. <https://doi.org/10.3390/su13063373>
- LEE, Jegoo; GRAVES, Samuel B.; WADDOCK, Sandra. Doing good does not preclude doing well: corporate responsibility and financial performance. *Social Responsibility Journal*, [S. l.], v. 14, n. 4, p. 764–781, 2018. <https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2017-0044>
- LI, Yiwei; GONG, Mengfeng; ZHANG, Xiuye; KOH, Lenny. The impact of environmental, social, and governance disclosure on the firm value: the role of CEO power. *The British Accounting Review*, [S. l.], v. 50, n. 1, p. 60–75, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- LIANG, Hao; RENNEBOOG, Luc. Corporate donations and shareholder value. *Oxford Review of Economic Policy*, [S. l.], v. 33, n. 2, p. 278–316, 2017. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grx024>
- LIQUI, A.; SHARMA, Z. Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, v. 78, p. 100–111, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2012.04.004>
- LO, Shih Fang; SHEU, Her-Jiun. Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review*, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 345–358, 2007. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>
- LORRAINE, N. H. J.; COLLISON, D. J.; POWER, D. M. An analysis of the stock market impact of environmental performance information. *Accounting Forum*, [S. l.], v. 28, n. 1, p. 7–26, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.04.002>
- LU, Weisheng; CHAU, K. W.; WANG, Hongdi; PAN, Wei. A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: A critical review of empirical studies 2002-2011. *Journal of Cleaner Production*, [S. l.], v. 79, p. 195–206, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.04.072>
- MANITA, Riadh; BRUNA, Maria Giuseppina; DANG, Rey; HOUANTI, L'Hocine. Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, [S. l.], v. 19, n. 2, p. 206–224, 2018. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- MATOS, Pedro. **ESG and Responsible Institutional Investing Around The World: A**

Critical Review. New York City: CFA Institute Research Foundation, 2020.

MERVELSKEMPER, Laura; STREIT, Daniel. Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? **Business Strategy and the Environment**, [S. l.], v. 26, n. 4, p. 536–549, 2016. <https://doi.org/10.1002/bse.1935>

MIRALLES-QUIRÓS, María Mar; MIRALLES-QUIRÓS, José Luis; GONÇALVES, Luis Miguel Valente. The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 10, n. 3, 2018. <https://doi.org/10.3390/su10030574>

MISHRA, Supriti; MOHANTY, Pitabas. Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. **Corporate Governance**, [S. l.], v. 14, n. 2, p. 265–280, 2014. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2012-0089>

MITTELBACH-HÖRMANSEDER, Stéphanie; HUMMEL, Katrin; RAMMERSTORFER, Margarethe. The information content of corporate social responsibility disclosure in Europe: an institutional perspective. **European Accounting Review**, [S. l.], n. May 2020, 2020. <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1763818>

MOURA, José Tiago Marques De; SILVA, Roseane Patrícia de Araújo; DIENG, Mamadou; OLIVEIRA, Ádria Tayllo Alves. Atributos do Conselho de Administração e Disclosure de Informações sobre Responsabilidade Social Corporativa: Uma evidência nas empresas dos setores de Consumo Cíclico e não Cíclico da B3. **18º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**, [S. l.], 2021.

NASCIMENTO, João Carlos Hipólito Bernades Do; ANGOTTI, Marcello; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; BORTOLON, Patrícia Maria. As relações entre Governança Corporativa, Risco e Endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S. l.], v. 11, n. 1, p. 166–185, 2018. <https://doi.org/10.14392/asaa.2018110109>

NEVES, Marcos Fava; MARTINEZ, Leticia Franco. O Modelo GAS-Agro para Projetos de Desenvolvimento Sustentável. **Revista Agronomia Brasileira**, [S. l.], v. 4, 2020. <https://doi.org/10.29372/rab202032>

NIRINO, Niccolò; MIGLIETTA, Nicola; SALVI, Antonio. The impact of corporate social responsibility on firms' financial performance, evidence from the food and beverage industry. **British Food Journal**, [S. l.], v. 122, n. 1, p. 1–13, 2019. <https://doi.org/10.1108/BFJ-07-2019-0503>

OK, Youngkyung; KIM, Jungmu. Which corporate social responsibility performance affects the cost of equity? Evidence from Korea. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 11, n. 10, p. 1–14, 2019. <https://doi.org/10.3390/su11102947>

OLIVEIRA, Nathalia Apolinario Lima De; COSTA JUNIOR, Jorge Vieira Da; SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e. Regulação contábil no Brasil: uma análise dos processos de audiência pública do comitê de pronunciamentos contábeis (CPC) nos anos de 2007 a 2011. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [S. l.], v. 6, n. 1, p. 49–65, 2013.

ORLITZKY, Marc. Corporate social responsibility, noise, and stock market volatility. **Academy of Management Perspectives**, [S. l.], v. 27, n. 3, p. 238–254, 2013. <https://doi.org/10.5465/amp.2012.0097>

PADULA, Ana Julia Akaishi; ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Melo. Corrupção Governamental no Mercado de Capitais: Um Estudo Acerca da Operação Lava Jato. **RAE Revista de Administracao de Empresas**, [S. l.], v. 58, n. 4, p. 405–417, 2018. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020180406>

PARK, Andrew; RAVENEL, Curtis. Integrating Sustainability Into Capital Markets: Bloomberg LP And ESG's Quantitative Legitimacy. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 25, p. 62-67, 2013.

PARMAR, Bidhan L.; FREEMAN, R. Edward; HARRISON, Jeffrey S.; WICKS, Andrew C.; COLLE, Simone De; PURNELL, Lauren. Stakeholder Theory: The State of the Art. **The Academy of Management Annals**, [S. l.], n. June, 2010. <https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495581>

PEDRON, Angela Patrícia Bovolini; MACAGNAN, Clea Beatriz; SIMON, Davi Souza; VANCIN, Daniel Francisco. Environmental disclosure effects on returns and market value. **Environment, Development and Sustainability**, [S. l.], v. 23, n. 3, p. 4614–4633, 2021. <https://doi.org/10.1007/s10668-020-00790-2>

PINHEIRO, Laura Edith Taboada; NEVES, Patrícia Antonacci; SOUZA, Rafael Morais De; CASABIANCA, Maria Luz. Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [S. l.], v. 16, n. 41, p. 3–22, 2019. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3>

PODDI, Laura; VERGALLI, Laura. Does Corporate Social Responsibility Affect The Performance of Firms? **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], n. August 2009, 2009. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1444333>

PORTER, Michael E.; KRAMER, Mark R. Creating Shared Value. **Harvard Business Review**, [S. l.], v. 89, n. 1/2, p. 62–77, 2011.

PORTER, Michael E.; LINDE, Claas Van der. Green and competitive: Ending the stalemate. **Harvard Business Review**, [S. l.], v. 73, n. 5, p. 120–134, 1995. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(95\)99997-e](https://doi.org/10.1016/0024-6301(95)99997-e).

QIU, Yan; SHAUKAT, Amama; THARYAN, Rajesh. Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. **The British Accounting Review**, [S. l.], v. 48, n. 1, p. 102–116, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>.

QURESHI, Muhammad Azeem; KIRKERUD, Sina; THERESA, Kim; AHSAN, Tanveer. The impact of sustainability (environmental , social , and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. **Business Strategy and the Environment**, [S. l.], v. 29, n. 3, p. 1199–1214, 2019. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais Livro - Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria**

e prática, 2013. Disponível em:

https://www.academia.edu/download/35790526/Cap_3_Como_Elaborar.pdf.

REDECKER, Ana Cláudia; TRINDADE, Luiza de Medeiros. Práticas de ESG em sociedades anônimas de capital aberto: um diálogo entre a função social instituída pela Lei nº 6.404/76 e a geração de valor. **Revista RJLB**, [S. l.], v. 7, n. 2, p. 59–125, 2021.

RICHARDSON, R. J. Métodos Quantitativos e Qualitativos. *In: Pesquisa Social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 1999. p. 92–101.

ROSA, Ana Cláudia Da; OLIVEIRA, Amanda Carolina De; GROHMANN, Márcia Zampieri. Responsabilidade socioambiental nas decisões de potenciais investidores. **Revista de Administração da UNIMEP**, [S. l.], v. 15, n. 4, p. 1–23, 2017. Disponível em: <http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/regen/editor/submissionEditing/897>.

ROSSI JUNIOR, José Luiz. What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], p. 1–17, 2009. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1338114>

ROVER, Suliani; TOMAZZIA, Eduardo Cardeal; MURCIA, Fernando Dal-Ri; BORBA, José Alonso. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 47, n. 2, p. 217–230, 2012. <https://doi.org/10.5700/rausp1035>

SAINI, Neha; SINGHANIA, Monica. Performance relevance of environmental and social disclosures: The role of foreign ownership. **Benchmarking: An International Journal**, [S. l.], v. 26, n. 6, p. 1845–1873, 2019. <https://doi.org/10.1108/BIJ-04-2018-0114>

SASSEN, Remmer; HINZE, Anne-Kathrin; HARDECK, Inga. Impact of ESG factors on firm risk in Europe. **Journal of Business Economics**, [S. l.], v. 86, n. 8, p. 867–904, 2016. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>

SCHULER, Douglas A.; CORDING, Margaret. A Corporate Social Performance - Corporate financial performance behavioral model for consumers. **Academy of Management Review**, [S. l.], v. 31, n. 3, p. 540–558, 2006. <https://doi.org/10.5465/amr.2006.21318916>

SEN, Sankar; BHATTACHARYA, C. B. Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to CSR. **Journal of Marketing Research**, [S. l.], v. 38, n. 2, p. 225–243, 2001. <https://doi.org/10.1509/jmkr.38.2.225.18838>

SERAFEIM, George; YOON, Aaron. Which Corporate ESG News does the Market React to? **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], 2021. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3832698>

SIKKA, Prem. Smoke and Mirrors: Corporate Social Responsibility and Tax Avoidance. **Accounting Forum**, [S. l.], v. 34, n. September 2010, p. 153–168, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2010.05.002>

SILVA, André Luiz Carvalhal Da; MARGEM, Helena. Mulheres em Cargos de Alta Administração Afetam o Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras? **Revista Brasileira Finanças (Online)**, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 102–133, 2015.

<https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.2015.35116>

SILVA, Lílian Simone Aguiar Da; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto.

Revista Gestão e Produção, [S. l.], v. 13, n. 3, p. 385–395, 2006.

<https://doi.org/10.1590/S0104-530X2006000300003>

SILVA, Renan Fragoas Da; RIBEIRO, Eduardo Pontual. Uma nota sobre o impacto das operações anticorrupção no valor de mercado das empresas no Brasil.

Revista Brasileira de Economia, [S. l.], v. 75, n. 3, p. 289–299, 2021. <https://doi.org/10.5935/0034-7140.20210013>

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli Da; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], 2007.

SOARES, Romulo Alves; PINHEIRO, Alan Bandeira; ABREU, Mônica Cavalcanti Sá De; MARINO, Pedro de Barros Leal Pinheiro. Efeito do sistema financeiro na evidência socioambiental de empresas em países emergentes e desenvolvidos.

Enfoque: Reflexão Contábil, [S. l.], v. 37, n. 2, p. 21–35, 2018. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i2.34035>

SOUSA, Claudinéia Boaventura De; SILVA, Aldy Fernandes Da; RIBEIRO, Maísa de Souza; WEFORT, Elionor Farah Jreige. Valor de mercado e disclosure voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, [S. l.], v. 6, n. 2, p. 94–115, 2014.

SURROCA, Jordi; TRIBÓ, Josep A.; WADDOCK, Sandra. Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 31, p. 463–490, 2010. <https://doi.org/10.1002/smj.820>

SWARNAPALI, RMNC. Consequences of corporate sustainability reporting: evidence from an emerging market. **International Journal of Law and Management**, [S. l.], v. 62, n. 3, p. 243–265, 2020. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-12-2017-0294>

TALIENTO, Marco; FAVINO, Christian; NETTI, Antonio. Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate “Sustainability Advantage” from Europe. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 11, n. 1738, p. 1–26, 2019. <https://doi.org/10.3390/su11061738>

TAMAYO-TORRES, Ignacio; GUTIERREZ-GUTIERREZ, Leopoldo; RUIZ-MORENO, Antonia. Boosting sustainability and financial performance: the role of supply chain controversies. **International Journal of Production Research**, [S. l.], v. 57, n. 11, p. 3719–3734, 2019. <https://doi.org/10.1080/00207543.2018.1562248>

TAMIMI, Nabil; SEBASTIANELLI, Rose. Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. **Management Decision**, [S. l.], v. 55, n. 8, p. 1660–1680, 2017. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>

TELLES, Renato. A efetividade da “matriz de amarração” de Mazzon nas pesquisas em Administração. **Revista de Administração - RAUSP**, [S. l.], v. 36, n. 4, p. 64–72, 2001.

TIAN, Yu; CHEN, Jingliang. Concept of Voluntary Information Disclosure and A Review of

Relevant Studies. **International Journal of Economics and Finance**, [*S. l.*], v. 1, n. 2, p. 55–59, 2009. <https://doi.org/10.5539/ijef.v1n2p55>

TING, Irene Wei Kiong; AZIZAN, Noor Azlinna; BHASKARAN, Rajesh Kumar; SUKUMARAN, Sujit K. Corporate social performance and firm performance: Comparative study among developed and emerging market firms. **Sustainability (Switzerland)**, [*S. l.*], v. 12, n. 1, p. 1–21, 2020. <https://doi.org/10.3390/su12010026>

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, 1969. <https://doi.org/10.2307/1991374>

TUPY, Oscar. Investimentos em meio ambiente, responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro de empresas no Brasil. **Tékhnē - Revista de Estudos Politécnicos**, [*S. l.*], v. VI, n. 10, p. 73–86, 2008.

TURBAN, Daniel B.; GREENING, Daniel W. Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees. **Academy of Management Journal**, [*S. l.*], v. 40, n. 3, p. 658–672, 1996. <https://doi.org/10.5465/257057>

VANCE, S. C. Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?. **Management Review**, v. 64, n. 8, p. 18–24, 1975.

VELTE, Patrick. Women on management board and ESG performance. **Journal of Global Responsibility**, [*S. l.*], v. 7, n. 1, p. 98–109, 2016. <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2016-0001>

VELTE, Patrick. Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. **Management Research Review**, [*S. l.*], v. 43, n. 5, p. 497–520, 2020. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, [*S. l.*], v. 5, p. 179–194, 1983. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

VURAL-YAVAŞ, Çiğdem. Economic policy uncertainty, stakeholder engagement, and environmental, social, and governance practices: The moderating effect of competition. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [*S. l.*], v. 28, n. 1, p. 82–102, 2021. <https://doi.org/10.1002/csr.2034>

WAHL, Annika; CHARIFZADEH, Michel; DIEFENBACH, Fabian. Voluntary Adopters of Integrated Reporting - Evidence on Forecast Accuracy and Firm Value. **Business Strategy and the Environment**, [*S. l.*], v. 29, p. 2542–2556, 2020. <https://doi.org/10.1002/bse.2519>

WEISS, Leila Aparecida Scherer; SOUZA, Roberto Francisco De; ARAUJO, Maria Piedade. Influência dos mecanismos de governança corporativa no valor de mercado das organizações: uma análise com dados em painel. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, [*S. l.*], v. 17, n. 1, 2019.

WONG, Woei Chyuan; BATTEN, Jonathan A.; AHMAD, Abd Halim; MOHAMED-ARSHAD, Shamsul Bahrain; NORDIN, Sabariah; ADZIS, Azira Abdul. Does ESG certification add firm value? **Finance Research Letters**, [*S. l.*], v. 39, p. 101593, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory econometrics: a modern approach**. 5. Ed. Mason: Cengage Learning, 2012.

WRIGHT, Peter; FERRIS, Stephen P. Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 18, n. 1, p. 77–83, 1997. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199701\)18:1<77::AID-SMJ810>3.0.CO;2-R](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199701)18:1<77::AID-SMJ810>3.0.CO;2-R)

XIE, Jun; NOZAWA, Wataru; YAGI, Michiyuki; FUJII, Hidemichi; MANAGI, Shunsuke. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? **Business Strategy and the Environment**, [S. l.], v. 28, n. 2, p. 286–300, 2019. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>

YANG, Yongliang; WEN, Jin; LI, Yi. The impact of environmental information disclosure on the firm value of listed manufacturing firms: Evidence from China. **International Journal of Environmental Research and Public Health**, [S. l.], v. 17, n. 3, 2020. <https://doi.org/10.3390/ijerph17030916>

YOON, Bohyun; LEE, Jeong Hwan; BYUN, Ryan. Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 10, n. 10, 2018. <https://doi.org/10.3390/su10103635>

YU, Ellen Pei yi; GUO, Christine Qian; LUU, Bac Van. Environmental, social and governance transparency and firm value. **Business Strategy and the Environment**, [S. l.], v. 27, n. 7, p. 987–1004, 2018. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>

ZAGO, Ana Paula Pinheiro; JABBOUR, Charbell José Chiappetta; BRUHN, Nádia Campos Pereira. Sustentabilidade corporativa e criação de valor: o caso “Dow Jones Sustainability Index”. **Gestão & Produção**, [S. l.], v. 25, n. 3, p. 531–544, 2018. <https://doi.org/10.1590/0104-530x2958-16>

ZHANG, Fen; QIN, Xiaonan; LIU, Lina. The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. **Sustainability (Switzerland)**, [S. l.], v. 12, n. 6, p. 1–18, 2020. <https://doi.org/10.3390/su12051866>

APÊNDICE A – EMPRESAS COM MENORES E MAIORES SCORES ESG

1) Empresas com menores scores de divulgação ESG

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div ESG
2014	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	5,785123825
2013	PRIO3.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5,785123825
2014	PRIO3.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5,785123825
2016	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	7,024793148
2013	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	7,024793148
2016	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	7,024793148
2016	MIL3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Bens Industriais	7,024793148
2013	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	7,851240158
2014	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	7,851240158
2015	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	7,851240158
2013	BEEF3.SA	Minerva SA	Consumo Não Cíclico	7,851240158
2014	BEEF3.SA	Minerva SA	Consumo Não Cíclico	7,851240158
2015	BEEF3.SA	Minerva SA	Consumo Não Cíclico	7,851240158
2013	COGN3.SA	Cogna Educacao SA	Consumo Cíclico	7,851240158
2014	COGN3.SA	Cogna Educacao SA	Consumo Cíclico	7,851240158
2015	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	7,851240158
2013	MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumo Não Cíclico	7,851240158
2014	MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumo Não Cíclico	7,851240158
2015	MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumo Não Cíclico	7,851240158
2013	MIL3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Bens Industriais	7,851240158
2015	MIL3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Bens Industriais	7,851240158
2013	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	7,851240158
2014	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	7,851240158
2013	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	7,851240158
2014	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	7,851240158
2015	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	7,851240158
2017	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	7,851240158
2015	PRIO3.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	7,851240158
2016	PRIO3.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocomb.	7,851240158
2013	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	9,090909004
2014	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	9,090909004
2015	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	9,090909004

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div ESG
2016	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	9,090909004
2017	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	9,090909004
2016	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	9,090909004
2013	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	9,090909004
2014	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	9,090909004
2015	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	9,090909004
2013	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	9,917354584
2014	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	9,917354584
2013	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	9,917354584
2014	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	9,917354584
2015	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	9,917354584
2016	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	9,917354584
2016	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	9,917354584
2013	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	10,52631569
2018	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	11,15702534
2019	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	11,15702534
2020	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	11,15702534
2014	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	11,15702534
2015	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	11,15702534
2013	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	11,57024765
2014	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	11,98347092
2015	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	11,98347092
2017	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	11,98347092
2013	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	11,98347092
2020	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	12,39669418
2016	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	12,39669418

2) Empresas com maiores scores de divulgação ESG

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div ESG
2014	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	65,7024765
2015	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	65,7024765
2019	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	66,11569977
2020	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	66,11569977
2020	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	66,52892303
2020	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	67,2199173

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div ESG
2016	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	68,1818161
2017	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	68,1818161
2017	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	68,87966919
2015	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	69,70954132
2016	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	69,70954132
2018	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	70,1244812
2013	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71,78423309
2014	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71,78423309
2018	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	72,72727203
2019	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	72,72727203
2020	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	72,72727203

3) Empresas com menores scores de divulgação E

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Amb
2013	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	1,550387979
2018	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	1,550387979
2019	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	1,550387979
2020	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	1,550387979
2014	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2015	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2019	TCSA3.SA	Tecnisa SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2017	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2018	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2019	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2020	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	2,325581074
2015	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	2,325581074
2017	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	2,325581074
2014	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	2,325581074
2018	CRFB3.SA	Atacadao SA	Consumo Não Cíclico	3,875968933
2016	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	3,875968933
2018	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	3,875968933
2017	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,651163101
2014	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2015	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2016	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2016	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,651163101

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Amb.
2013	GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2020	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,651163101
2016	GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2018	GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2020	GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2018	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,651163101
2019	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,651163101
2017	GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2019	GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2020	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	4,651163101
2016	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	4,651163101
2017	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	4,651163101
2018	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	4,651163101
2017	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	4,651163101
2018	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	4,651163101
2019	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	4,651163101
2020	MDNE3.SA	Moura Dubeux Engenharia SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2015	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	4,651163101
2019	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	4,651163101
2020	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	4,651163101
2016	YDUQ3.SA	YDUQS Participacoes SA	Consumo Cíclico	4,651163101
2013	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	6,201550007
2013	SCAR3.SA	Sao Carlos Empreendimentos e Participacoes SA	Financeiro	6,201550007
2019	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	6,201550007
2020	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	6,201550007
2019	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	6,201550007
2013	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	6,976744175
2015	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	6,976744175
2014	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	6,976744175
2015	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	6,976744175
2016	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	6,976744175
2017	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	6,976744175
2014	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	6,976744175
2013	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6,976744175
2014	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6,976744175
2015	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6,976744175

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Amb.
2020	SCAR3.SA	Sao Carlos Empreendimentos e Participacoes SA	Financeiro	6,976744175
2013	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	6,976744175
2017	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	6,976744175
2018	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	6,976744175
2016	RENT3.SA	Localiza Rent a Car SA	Consumo Cíclico	6,976744175
2017	RENT3.SA	Localiza Rent a Car SA	Consumo Cíclico	6,976744175
2019	YDUQ3.SA	YDUQS Participacoes SA	Consumo Cíclico	6,976744175
2020	YDUQ3.SA	YDUQS Participacoes SA	Consumo Cíclico	6,976744175
2020	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	7,751937866
2019	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	7,751937866
2016	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	7,751937866
2014	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	7,751937866
2013	TPIS3.SA	TPI Triunfo Participacoes e Investimentos SA	Bens Industriais	7,751937866
2017	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	7,751937866
2018	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	7,751937866
2020	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	8,527132034
2017	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	8,527132034
2017	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	9,302326202
2019	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	9,302326202
2018	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	9,302326202
2020	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	9,302326202
2013	CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	9,302326202
2018	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	9,302326202
2019	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	9,302326202
2020	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	9,302326202
2016	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	9,302326202
2017	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	9,302326202
2018	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	9,302326202
2019	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	9,302326202
2018	TCSA3.SA	Tecnisa SA	Consumo Cíclico	9,302326202
2015	CGAS5.SA	Companhia de Gas de Sao Paulo Comgas	Utilidade Pública	9,302326202
2016	CGAS5.SA	Companhia de Gas de Sao Paulo Comgas	Utilidade Pública	9,302326202
2016	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	9,302326202
2015	COGN3.SA	Cogna Educacao SA	Consumo Cíclico	9,302326202
2016	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	10,07751942
2019	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	10,07751942
2020	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	10,07751942
2014	TPIS3.SA	TPI Triunfo Participacoes e Investimentos SA	Bens Industriais	10,07751942

4) Empresas com maiores *scores* de divulgação E

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Amb
2019	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	68,59503937
2015	BRKM5.SA	Braskem SA	Materiais Básicos	68,99224854
2018	EMBR3.SA	Embraer SA	Bens Industriais	68,99224854
2015	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	69,4214859
2016	EMBR3.SA	Embraer SA	Bens Industriais	69,7674408
2020	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	70,24793243
2013	BRKM5.SA	Braskem SA	Materiais Básicos	70,54263306
2017	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	70,54263306
2017	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71,07437897
2016	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71,9008255
2013	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71,9008255
2014	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	71,9008255
2018	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	72,86821747
2019	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	72,86821747
2020	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	72,86821747
2018	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	74,3801651

5) Empresas com menores *scores* de divulgação S

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc
2016	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	3,508771896
2013	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	8,771929741
2014	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	8,771929741
2013	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	8,771929741
2014	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	8,771929741
2015	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	8,771929741
2016	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	8,771929741
2013	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	8,771929741
2014	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	8,771929741
2015	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	8,771929741
2018	MYPK3.SA	Ioehpe Maxion SA	Consumo Cíclico	8,771929741
2019	MYPK3.SA	Ioehpe Maxion SA	Consumo Cíclico	8,771929741
2018	CRFB3.SA	Atacadao SA	Consumo Não Cíclico	8,771929741
2013	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	8,771929741
2020	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	8,771929741
2018	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos P.	Consumo Cíclico	10,52631569

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc.
2019	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	10,52631569
2020	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	10,52631569
2014	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	10,52631569
2015	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	10,52631569
2016	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	10,52631569
2013	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	12,28070164
2019	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	12,28070164
2013	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	12,28070164
2020	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	12,28070164
2014	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	12,28070164
2014	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	14,03508759
2015	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	14,03508759
2013	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	14,03508759
2016	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	14,03508759
2020	MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Consumo Cíclico	14,03508759
2019	TCSA3.SA	Tecnisa SA	Consumo Cíclico	14,03508759
2016	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	14,03508759
2018	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	14,03508759
2017	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	14,03508759
2019	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	14,03508759
2020	ETER3.SA	Eternit SA	Bens Industriais	15,78947353
2017	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	15,78947353
2018	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	15,78947353
2013	YDUQ3.SA	YDUQS Participacoes SA	Consumo Cíclico	15,78947353
2015	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	15,78947353
2017	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	17,54385948
2016	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	17,54385948
2020	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	17,54385948
2017	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	17,54385948
2018	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	17,54385948
2019	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	17,54385948
2020	RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumo Cíclico	17,54385948
2018	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	17,54385948
2019	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	17,54385948
2015	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	17,54385948
2020	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	17,54385948
2019	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	17,54385948
2013	CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	17,54385948

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc.
2016	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	17,54385948
2017	POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Tecnologia da Informação	17,54385948
2014	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	17,54385948
2015	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	17,54385948
2013	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	17,54385948
2017	TOTS3.SA	Totvs SA	Tecnologia da Informação	19,29824638
2014	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	19,29824638
2015	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	19,29824638
2014	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	19,29824638
2015	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	19,29824638
2016	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	19,29824638
2017	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	19,29824638
2020	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	19,29824638
2016	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	19,29824638
2014	MULT3.SA	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	Financeiro	19,29824638
2013	MULT3.SA	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	Financeiro	19,29824638
2013	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	21,05263138
2020	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	22,80701828
2019	PRI03.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2020	PRI03.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2017	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	22,80701828
2017	PRI03.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2018	PRI03.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2016	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	22,80701828
2018	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	22,80701828
2013	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2014	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2015	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	22,80701828
2017	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	22,80701828
2018	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	22,80701828
2019	POMO4.SA	Marcopolo SA	Bens Industriais	22,80701828
2019	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	22,80701828
2020	DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Saúde	22,80701828
2016	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	22,80701828
2014	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	22,80701828
2013	TPIS3.SA	TPI Triunfo Participacoes e Investimentos SA	Bens Industriais	22,80701828
2017	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	22,80701828

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc.
2018	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	22,80701828
2019	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	22,80701828
2015	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	22,80701828
2015	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	22,80701828
2018	TCSA3.SA	Tecnisa SA	Consumo Cíclico	22,80701828
2020	POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Tecnologia da Informação	22,80701828
2015	MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumo Cíclico	22,80701828
2015	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	22,80701828
2015	RAIL3.SA	Rumo SA	Bens Industriais	22,80701828
2017	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	22,80701828
2016	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	22,80701828
2014	CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	22,80701828
2015	CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	22,80701828
2013	JBSS3.SA	JBS SA	Consumo Não Cíclico	22,80701828
2014	JBSS3.SA	JBS SA	Consumo Não Cíclico	22,80701828
2015	POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Tecnologia da Informação	22,80701828
2016	POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Tecnologia da Informação	22,80701828
2019	CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	22,80701828
2020	CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	22,80701828
2014	POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Tecnologia da Informação	22,80701828
2013	POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Tecnologia da Informação	22,80701828
2018	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	22,80701828
2013	LAME4.SA	Lojas Americanas SA	Consumo Cíclico	22,80701828

6) Empresas com maiores scores de divulgação S

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc
2018	CEEB3.SA	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia Coelba	Utilidade Pública	78,94736481
2016	CEPE5.SA	Companhia Energetica de Pernambuco	Utilidade Pública	78,94736481
2018	CEPE5.SA	Companhia Energetica de Pernambuco	Utilidade Pública	78,94736481
2017	CEPE5.SA	Companhia Energ. de Pernambuco	Utilidade Pública	78,94736481
2018	LIGT3.SA	Light SA	Utilidade Pública	78,94736481
2016	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	78,94736481
2017	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	78,94736481
2016	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	79,6875
2016	CEEB3.SA	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia Coelba	Utilidade Pública	80,70175171
2017	CEEB3.SA	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia Coelba	Utilidade Pública	80,70175171

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc
2015	CPLE6.SA	Companhia Paranaense de Energia	Utilidade Pública	80,70175171
2016	CPLE6.SA	Companhia Paranaense de Energia	Utilidade Pública	80,70175171
2017	CPLE6.SA	Companhia Paranaense de Energia	Utilidade Pública	80,70175171
2015	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	81,25
2016	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	81,25
2019	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	82,45613861
2018	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	82,45613861
2014	LIGT3.SA	Light SA	Utilidade Pública	82,45613861
2013	CEEB3.SA	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia Coelba	Utilidade Pública	82,45613861
2017	LIGT3.SA	Light SA	Utilidade Pública	82,45613861
2016	LIGT3.SA	Light SA	Utilidade Pública	82,45613861
2014	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	82,45613861
2016	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	82,45613861
2016	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	82,45613861
2013	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	82,45613861
2015	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	82,45613861
2015	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	82,45613861
2015	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	82,45613861
2014	PCAR3.SA	Companhia Brasileira de Distribuicao	Consumo Não Cíclico	82,45613861
2014	BRFS3.SA	BRF SA	Consumo Não Cíclico	82,45613861
2019	TRPL4.SA	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	Utilidade Pública	82,45613861
2016	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	82,45613861
2017	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	82,45613861
2018	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	82,45613861
2019	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	82,45613861
2020	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	82,45613861
2013	EMBR3.SA	Embraer SA	Bens Industriais	84,21052551
2014	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	84,21052551
2018	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	84,21052551
2017	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	84,21052551
2018	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	84,21052551
2019	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	84,21052551
2019	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	84,21052551
2020	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	84,21052551
2015	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	84,375
2013	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	84,375
2014	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocomb.	84,375

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Soc
2013	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	85,96491241
2020	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	85,96491241
2015	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	85,96491241
2014	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	85,96491241
2016	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	85,96491241
2017	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	85,96491241
2015	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	85,96491241
2013	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	87,71929932
2017	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	87,71929932
2014	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	87,71929932
2020	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	89,47368622

7) Empresas com menores scores de divulgação G

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov
2020	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	17,8571434
2017	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	23,2142868
2019	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	23,2142868
2019	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	23,2142868
2014	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	25
2013	PRIO3.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	25
2014	PRIO3.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	25
2016	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	26,7857132
2018	CEEB3.SA	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia Coelba	Utilidade Pública	28,5714283
2013	LIGT3.SA	Light SA	Utilidade Pública	28,5714283
2016	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	30,3571434
2013	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	30,3571434
2016	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	30,3571434
2016	MILS3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Bens Industriais	30,3571434
2013	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	30,3571434
2020	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	30,3571434
2013	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	30,3571434
2019	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	30,3571434
2013	ABEV3.SA	Ambev SA	Consumo Não Cíclico	32,1428566

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov.
2015	RAIL3.SA	Rumo SA	Bens Industriais	32,1428566
2014	WHRL4.SA	Whirlpool SA	Consumo Cíclico	32,1428566
2015	WHRL4.SA	Whirlpool SA	Consumo Cíclico	32,1428566
2013	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2014	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2015	AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2013	BEEF3.SA	Minerva SA	Consumo Não Cíclico	33,92856979
2014	BEEF3.SA	Minerva SA	Consumo Não Cíclico	33,92856979
2015	BEEF3.SA	Minerva SA	Consumo Não Cíclico	33,92856979
2013	COGN3.SA	Cogna Educacao SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2014	COGN3.SA	Cogna Educacao SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2015	ENEV3.SA	Eneva SA	Utilidade Pública	33,92856979
2013	MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumo Não Cíclico	33,92856979
2014	MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumo Não Cíclico	33,92856979
2015	MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumo Não Cíclico	33,92856979
2013	MILS3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Bens Industriais	33,92856979
2015	MILS3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Bens Industriais	33,92856979
2013	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	33,92856979
2014	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	33,92856979
2013	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	33,92856979
2014	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	33,92856979
2015	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	33,92856979
2017	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	33,92856979
2015	PRI03.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	33,92856979
2016	PRI03.SA	Petro Rio SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	33,92856979
2013	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	33,92856979
2014	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	33,92856979
2013	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	33,92856979
2014	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	33,92856979
2015	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	33,92856979
2016	BRPR3.SA	BR Properties SA	Financeiro	33,92856979
2014	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	33,92856979
2015	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	33,92856979
2014	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2015	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2016	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2020	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocomb.	33,92856979

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov.
2017	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	33,92856979
2014	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	33,92856979
2013	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	33,92856979
2015	ODPV3.SA	Odontoprev SA	Saúde	33,92856979
2013	EQTL3.SA	Equatorial Energia SA	Utilidade Pública	33,92856979
2015	SAPR4.SA	Companhia de Saneamento do Parana Sanepar	Utilidade Pública	33,92856979
2014	SAPR4.SA	Companhia de Saneamento do Parana Sanepar	Utilidade Pública	33,92856979
2013	USIM5.SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA USIMINAS	Materiais Básicos	33,92856979
2013	ENMT4.SA	Energisa Mato Grosso Distribuidora de Energia SA	Utilidade Pública	33,92856979
2013	SAPR4.SA	Companhia de Saneamento do Parana Sanepar	Utilidade Pública	33,92856979
2014	ENMT4.SA	Energisa Mato Grosso Distribuidora de Energia SA	Utilidade Pública	33,92856979
2014	LIGT3.SA	Light SA	Utilidade Pública	33,92856979
2013	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	35,7142868
2014	OIBR4.SA	Oi SA em Recuperacao Judicial	Comunicações	35,7142868
2018	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2019	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2020	PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2014	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	37,5
2015	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	37,5
2013	GFS3.SA	Gafisa SA	Consumo Cíclico	37,5
2013	LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumo Cíclico	37,5
2014	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	37,5
2015	RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Saúde	37,5
2015	BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Financeiro	37,5
2015	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2014	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	37,5
2015	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	37,5
2016	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	37,5
2017	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	37,5
2016	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2017	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2018	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2013	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	37,5
2014	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	37,5
2015	LUPA3.SA	Lupatech SA	Petróleo, Gás e Biocomb.	37,5

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov.
2013	SCAR3.SA	Sao Carlos Empreendimentos e Participacoes SA	Financeiro	37,5
2014	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	37,5
2014	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2020	SCAR3.SA	Sao Carlos Empreendimentos e Participacoes SA	Financeiro	37,5
2018	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	37,5
2019	VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Bens Industriais	37,5
2015	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	37,5
2014	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	37,5
2015	HYPE3.SA	Hypera SA	Saúde	37,5
2013	CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumo Cíclico	37,5
2014	SCAR3.SA	Sao Carlos Empreendimentos e Participacoes SA	Financeiro	37,5
2013	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	37,5
2015	ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumo Cíclico	37,5
2017	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	37,5
2018	CEGR3.SA	Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro CEG	Utilidade Pública	37,5
2013	GOAU4.SA	Metalurgica Gerdau SA	Materiais Básicos	37,5
2014	GGBR4.SA	Gerdau SA	Materiais Básicos	37,5
2014	PMAM3.SA	Parapanema SA	Materiais Básicos	37,5
2015	PMAM3.SA	Parapanema SA	Materiais Básicos	37,5
2014	ENGI4.SA	Energisa SA	Utilidade Pública	37,5
2015	ENGI4.SA	Energisa SA	Utilidade Pública	37,5
2014	GOAU4.SA	Metalurgica Gerdau SA	Materiais Básicos	37,5
2013	GGBR4.SA	Gerdau SA	Materiais Básicos	37,5
2013	ENGI4.SA	Energisa SA	Utilidade Pública	37,5
2015	EEEL4.SA	Companhia Estadual de Geracao e Transmissao de Energia Eletrica CEEE GT	Utilidade Pública	37,5
2019	TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública	37,5
2013	EEEL4.SA	Companhia Estadual de Geracao e Transmissao de Energia Eletrica	Utilidade Pública	37,5
2018	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	37,5
2015	ENMT4.SA	Energisa Mato Grosso Distribuidora de Energia SA	Utilidade Pública	37,5
2014	EEEL4.SA	Companhia Estadual de Geracao e Transmissao de Energia Eletrica CEEE GT	Utilidade Pública	37,5
2014	USIM5.SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA USIMINAS	Materiais Básicos	37,5
2014	LAME4.SA	Lojas Americanas SA	Consumo Cíclico	37,5
2019	OIBR4.SA	Oi SA em Recuperacao Judicial	Comunicações	37,5
2020	OIBR4.SA	Oi SA em Recuperacao Judicial	Comunicações	37,5

8) Empresas com maiores *scores* de divulgação G

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov
2020	CEPE5.SA	Companhia Energetica de Pernambuco	Utilidade Pública	55,3571434
2020	JBSS3.SA	JBS SA	Consumo Não Cíclico	55,3571434
2019	JBSS3.SA	JBS SA	Consumo Não Cíclico	55,3571434
2020	YDUQ3.SA	YDUQS Participacoes SA	Consumo Cíclico	57,1428566
2017	AESB3.SA	Aes Brasil Energia SA	Utilidade Pública	57,1428566
2018	AESB3.SA	Aes Brasil Energia SA	Utilidade Pública	57,1428566
2019	AESB3.SA	Aes Brasil Energia SA	Utilidade Pública	57,1428566
2019	BRDT3.SA	Petrobras Distribuidora SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	57,1428566
2015	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	57,1428566
2018	BRKM5.SA	Braskem SA	Materiais Básicos	57,1428566
2017	PCAR3.SA	Companhia Brasileira de Distribuicao	Consumo Não Cíclico	57,1428566
2019	BRKM5.SA	Braskem SA	Materiais Básicos	57,1428566
2015	GOLL4.SA	Gol Linhas Aereas Inteligentes SA	Bens Industriais	57,1428566
2013	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	57,1428566
2013	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	57,1428566
2018	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	57,1428566
2014	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	57,1428566
2016	BRKM5.SA	Braskem SA	Materiais Básicos	57,1428566
2019	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	57,1428566
2014	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	57,1428566
2020	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	57,1428566
2015	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	57,1428566
2015	BRKM5.SA	Braskem SA	Materiais Básicos	57,1428566
2017	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	57,1428566
2017	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	57,1428566
2018	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	57,1428566
2019	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	57,1428566
2020	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	57,1428566
2018	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	57,1428566
2013	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	57,1428566
2014	PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	57,1428566
2019	CGAS5.SA	Companhia de Gas de Sao Paulo Comgas	Utilidade Pública	58,92856979
2014	COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilidade Pública	58,92856979
2013	EVEN3.SA	Even Construtora e Incorporadora SA	Consumo Cíclico	58,92856979
2017	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	58,92856979
2014	EVEN3.SA	Even Construtora e Incorporadora SA	Consumo Cíclico	58,92856979

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov.
2020	CGAS5.SA	Companhia de Gas de Sao Paulo Comgas	Utilidade Pública	58,92856979
2018	LAME4.SA	Lojas Americanas SA	Consumo Cíclico	58,92856979
2020	AESB3.SA	Aes Brasil Energia SA	Utilidade Pública	58,92856979
2013	CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilidade Pública	58,92856979
2014	CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilidade Pública	58,92856979
2016	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	58,92856979
2020	LAME4.SA	Lojas Americanas SA	Consumo Cíclico	58,92856979
2018	CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilidade Pública	58,92856979
2020	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	58,92856979
2019	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	58,92856979
2018	ECOR3.SA	Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA	Bens Industriais	58,92856979
2018	JBSS3.SA	JBS SA	Consumo Não Cíclico	58,92856979
2016	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	58,92856979
2017	SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilidade Pública	58,92856979
2017	TPIS3.SA	TPI Triunfo Participacoes e Investimentos SA	Bens Industriais	58,92856979
2020	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	58,92856979
2018	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	58,92856979
2015	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	58,92856979
2018	CCRO3.SA	CCR SA	Bens Industriais	58,92856979
2019	ENAT3.SA	Enauta Participacoes SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	58,92856979
2016	CPFE3.SA	CPFL Energia SA	Utilidade Pública	58,92856979
2019	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	58,92856979
2019	CCRO3.SA	CCR SA	Bens Industriais	58,92856979
2020	BRDT3.SA	Petrobras Distribuidora SA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	58,92856979
2017	CCRO3.SA	CCR SA	Bens Industriais	58,92856979
2020	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	58,92856979
2013	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	58,92856979
2019	SUZB3.SA	Suzano SA	Materiais Básicos	58,92856979
2017	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	58,92856979
2020	CPLE6.SA	Companhia Paranaense de Energia	Utilidade Pública	58,92856979
2014	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	58,92856979
2016	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	58,92856979
2015	KLBN4.SA	Klabin SA	Materiais Básicos	58,92856979
2018	FLRY3.SA	Fleury SA	Saúde	58,92856979
2017	FLRY3.SA	Fleury SA	Saúde	58,92856979
2018	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	58,92856979
2019	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	58,92856979
2013	KLBN4.SA	Klabin SA	Materiais Básicos	58,92856979

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov.
2018	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	58,92856979
2019	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	58,92856979
2019	FLRY3.SA	Fleury SA	Saúde	58,92856979
2017	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	58,92856979
2017	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	58,92856979
2018	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	58,92856979
2020	FLRY3.SA	Fleury SA	Saúde	58,92856979
2020	TRPL4.SA	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	Utilidade Pública	58,92856979
2016	VIVT3.SA	Telefonica Brasil SA	Comunicações	58,92856979
2019	NTCO3.SA	Natura & Co Holding SA	Consumo Não Cíclico	58,92856979
2016	FLRY3.SA	Fleury SA	Saúde	58,92856979
2017	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	58,92856979
2019	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	58,92856979
2014	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	60,7142868
2015	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	60,7142868
2016	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	60,7142868
2020	AMER3.SA	Americanas SA	Consumo Cíclico	62,5
2016	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	62,5
2014	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	62,5
2017	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	62,5
2018	ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilidade Pública	62,5
2016	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	62,5
2015	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	62,5
2014	EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilidade Pública	62,5
2013	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	62,5
2018	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	62,5
2019	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	62,5
2020	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	62,5
2013	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	64,2857132
2019	LAME4.SA	Lojas Americanas SA	Consumo Cíclico	64,2857132
2019	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	64,2857132
2020	CIEL3.SA	Cielo SA	Financeiro	64,2857132
2015	CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilidade Pública	64,2857132
2016	CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilidade Pública	64,2857132
2017	CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilidade Pública	64,2857132
2020	PCAR3.SA	Companhia Brasileira de Distribuicao	Consumo Não Cíclico	64,2857132
2020	NTCO3.SA	Natura & Co Holding SA	Consumo Não Cíclico	64,2857132
2020	SUZB3.SA	Suzano SA	Materiais Básicos	64,2857132
2020	TIMS3.SA	Tim SA	Comunicações	64,2857132

Ano	Ticker	Nome da Companhia	Setor	Score div Gov.
2016	EGIE3.SA	Engie Brasil Energia SA	Utilidade Pública	64,2857132
2013	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	66,07142639
2013	CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilidade Pública	66,07142639
2016	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	66,07142639
2017	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	66,07142639
2015	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	67,85713959
2014	DXCO3.SA	Dexco SA	Materiais Básicos	67,85713959
2015	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	67,85713959
2020	CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilidade Pública	69,64286041
2014	ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilidade Pública	71,42857361

Obs.: Conforme metodologia da pesquisa, o ano é sempre o anterior quando relativo aos scores ESG (total), E (ambiental), S (social) e G (governança corporativa).

APÊNDICE B – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DO ESTUDO

Tabela 02: Matriz de Correlação entre Variáveis do Estudo

	qdetobin	mtb	tam	alav	cresc	roa	dy	idade	capex	intang	caixa	ESG	ENV	SOC	GOV
qdetobin	1.0000														
mtb	0.4658 0.0000***	1.0000													
tam	-0.1215 0.0007***	-0.0233 0.5171	1.0000												
alav	-0.0960 0.0075***	0.0659 0.0665*	0.1418 0.0001***	1.0000											
cresc	-0.0245 0.4957	-0.0079 0.8255	-0.0617 0.0857*	-0.0370 0.3039	1.0000										
roa	0.2881 0.0000***	0.1174 0.0011***	0.0358 0.3201	-0.3345 0.0000***	-0.2800 0.0000***	1.0000									
dy	-0.1263 0.0007***	-0.0809 0.0295**	-0.0313 0.4001	-0.0735 0.0482**	-0.1044 0.0049***	-0.0022 0.9531	1.0000								
idade	-0.0712 0.0475**	-0.0275 0.4444	0.4455 0.0000***	0.1375 0.0001***	-0.0418 0.2444	-0.0317 0.3777	0.0744 0.0454**	1.0000							
capex	0.0210 0.5589	0.0417 0.2458	0.1256 0.0005***	0.0162 0.6533	0.0447 0.2133	0.0944 0.0085***	-0.0526 0.1581	-0.0014 0.9694	1.0000						
intang	0.1233 0.0006***	0.1552 0.0000***	-0.0150 0.6765	0.0659 0.0664*	0.0052 0.8845	0.0517 0.1507	0.0406 0.2761	-0.1225 0.0006***	0.0399 0.2671	1.0000					
caixa	-0.0037 0.9227	0.0659 0.0820*	0.0056 0.8828	0.0705 0.0630*	0.4374 0.0000***	-0.1968 0.0000***	-0.1437 0.0002***	-0.0017 0.9653	-0.0074 0.8460	-0.1203 0.0015***	1.0000				
ESG	-0.1202 0.0008***	0.0045 0.9008	0.5252 0.0000***	0.0868 0.0156**	-0.0842 0.0190**	0.0960 0.0075***	0.0739 0.0471**	0.2097 0.0000***	0.1639 0.0000***	0.1666 0.0000***	-0.0930 0.0140**	1.0000			
ENV	-0.1425 0.0001***	-0.0083 0.8259	0.4987 0.0000***	0.1369 0.0003***	0.0297 0.4308	0.0071 0.8506	0.0378 0.3311	0.1656 0.0000***	0.2627 0.0000***	0.0288 0.4449	0.0678 0.0881*	0.9570 0.0000***	1.0000		
SOC	-0.0609 0.0987*	-0.0079 0.8303	0.3548 0.0000***	0.0129 0.7261	0.0360 0.3294	0.0758 0.0397**	0.1221 0.0013***	0.0757 0.0398**	0.1025 0.0054***	0.3124 0.0000***	-0.1526 0.0001***	0.8194 0.0000***	0.6083 0.0000***	1.0000	
GOV	-0.1038 0.0038***	-0.0129 0.7197	0.3870 0.0000***	0.0260 0.4697	-0.1080 0.0026***	0.1365 0.0001***	0.0238 0.5234	0.1648 0.0000***	0.0571 0.1117	0.0717 0.0457	-0.0883 0.0198**	0.7550 0.0000***	0.6143 0.0000***	0.5176 0.0000***	1.0000

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

APÊNDICE C – TABELAS DE REGRESSÕES DO ESTUDO

Tabela 04: Regressões Q de Tobin e divulgação ESG (total), E, S e G

Variáveis	ESG			ENV			SOC			GOV		
	Qtobin	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão
Tam	0.1072293 (0.682)	0.2613489	0.41	0.0239636 (0.951)	0.3926862	0.06	0.1347695 (0.690)	0.3365023	0.40	0.1104128 (0.679)	0.2663336	0.41
Alav	0.316993 (0.689)	0.7885495	0.40	0.2907328 (0.773)	1.003239	0.29	0.2121096 (0.821)	0.9372954	0.23	0.3154217 (0.688)	0.7828165	0.40
Cresc	0.0196488 (0.836)	0.0948325	0.21	0.0686077 (0.449)	0.0902289	0.76	0.0181844 (0.847)	0.0937718	0.19	0.0158591 (0.863)	0.0915056	0.17
Roa	1.200392 (0.124)	0.7747791	1.55	1.471072 (0.114)	0.9218058	1.60	1.300943 (0.136)	0.8659791	1.50	1.198442 (0.119)	0.7631135	1.57
Dy	-0.6952072 (0.235)	0.5815392	-1.20	-0.5534168 (0.330)	0.565411	-0.98	-0.6637767 (0.234)	0.5539708	-1.20	-0.6830366 (0.240)	0.5784899	-1.18
Idade	0.0923808*** (0.000)	0.0255078	3.62	0.1070548*** (0.001)	0.030772	3.48	0.0931284*** (0.001)	0.0279807	3.33	0.0917475*** (0.001)	0.027831	3.30
Capex	4.49862*** (0.000)	0.9058377	4.97	4.12989*** (0.001)	1.164109	3.55	3.679217*** (0.000)	0.7888557	4.66	4.541491*** (0.000)	0.8584701	5.29
Intang	0.1143624 (0.721)	0.319736	0.36	0.1329719 (0.636)	0.2797448	0.48	0.0038646 (0.991)	0.3239369	0.01	0.1127848 (0.745)	0.3460213	0.33
Caixa	-0.660806 (0.787)	2.441324	-0.27	-2.127891 (0.349)	2.260345	-0.94	-1.011304 (0.690)	2.528021	-0.40	-0.6672982 (0.783)	2.413468	-0.28
ESG/E/S/G	0.0015109 (0.750)	0.0047315	0.32	-0.0025526 (0.562)	0.0043893	-0.58	0.0094978* (0.079)	0.0053458	1.78	0.0026426 (0.790)	0.0099035	0.27
constante	-3.31739 (0.571)	5.830194	-0.57	-1.542585 (0.860)	8.703101	-0.18	-4.326293 (0.560)	7.392896	-0.59	-3.448594 (0.559)	5.879568	-0.59
R²	0.1281			0.1261			0.1438			0.1282		
Observações	649			596			622			649		

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Tabela 05: Regressões *Market-to-Book* (MTB) e divulgação ESG (total), E, S e G

Variáveis	ESG			ENV			SOC			GOV		
	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t
MTB												
Tam	-0.2744253 (0.441)	0.3561296	-0.77	-0.2954559 (0.430)	0.3739514	-0.79	-0.2148894 (0.539)	0.349523	-0.61	-0.2822744 (0.252)	0.2463686	-1.15
Alav	5.264819** (0.011)	2.076187	2.54	6.482367*** (0.004)	2.227823	2.91	6.261599*** (0.003)	2.131397	2.94	5.263521 (0.168)	3.814007	1.38
Cresc	0.1029574 (0.936)	1.287425	0.08	0.6003274 (0.670)	1.409837	0.43	0.4910104 (0.712)	1.331187	0.37	0.0970035 (0.899)	0.7653181	0.13
Roa	16.84394*** (0.000)	4.621701	3.64	19.57238*** (0.000)	5.519996	3.55	18.75659*** (0.000)	5.049248	3.71	16.80722*** (0.000)	4.043116	4.16
Dy	-10.96548* (0.084)	6.338866	-1.73	-11.52709* (0.089)	6.774407	-1.70	-11.43704* (0.078)	6.486706	-1.76	-10.92401 (0.146)	7.49707	-1.46
Idade	-0.0074045 (0.805)	0.0299553	-0.25	-0.0074117 (0.813)	0.031361	-0.24	-0.00913 (0.765)	0.0305203	-0.30	-0.0073941 (0.696)	0.0189145	-0.39
Capex	8.049233 (0.399)	9.531194	0.84	9.590622 (0.395)	11.26897	0.85	9.476118 (0.347)	10.06832	0.94	8.094767 (0.481)	11.4809	0.71
Intang	6.019633*** (0.001)	1.757935	3.42	5.73427*** (0.002)	1.812346	3.16	6.145545*** (0.001)	1.849403	3.32	6.012776* (0.071)	3.328832	1.81
Caixa	41.0855*** (0.009)	15.70408	2.62	43.52727** (0.014)	17.65616	2.47	41.48085** (0.012)	16.36521	2.53	41.12748* (0.074)	23.0201	1.79
ESG/E/S/G	0.0015431 (0.950)	0.0243605	0.06	-0.0021246 (0.923)	0.0218975	-0.10	-0.0125312 (0.515)	0.0192357	-0.65	0.007425 (0.859)	0.0418166	0.18
constante	5.536461 (0.469)	7.63629	0.73	5.593593 (0.495)	8.190366	0.68	4.378793 (0.562)	7.544135	0.58	5.425788 (0.273)	4.949226	1.10
R²	0.0651			0.0656			0.0698			0.0651		
Observações	649			596			622			649		

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Tabela 06: Regressões (Controle Setores B3) e divulgação ESG (total), E, S e G

Setor B3	Consumo Cíclico			Consumo Não Cíclico			Consumo Não Cíclico			Financeiro		
Variáveis	Q de Tobin e ENV			Q de Tobin e SOC			Q de Tobin e GOV			Market-to-Book e SOC		
Qtobin/MTB	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t
Tam	1.499706*** (0.006)	0.4754656	3.15	0.0333184 (0.682)	0.0808427	0.41	-0.111285 (0.279)	0.1016364	-1.09	-0.9940192 (0.146)	0.6661468	-1.49
Alav	-2.933022** (0.043)	1.335996	-2.20	-1.28119*** (0.008)	0.46175	-2.77	-1.168577** (0.044)	0.564715	-2.07	4.559074 (0.191)	3.412624	1.34
Cresc	-0.37967 (0.267)	0.3300805	-1.15	0.1632832 (0.315)	0.1605539	1.02	0.1064017 (0.534)	0.1699263	0.63	0.4101455 (0.662)	0.9299809	0.44
Roa	1.136501 (0.557)	1.896397	0.60	4.550368** (0.042)	2.166342	2.10	0.2310753 (0.908)	1.983126	0.12	17.29272*** (0.002)	5.097799	3.39
Dy	-4.320255* (0.092)	2.411314	-1.79	-0.0662038 (0.984)	3.243512	-0.02	8.313175** (0.025)	3.57359	2.33	-12.50548* (0.062)	6.459788	-1.94
Idade	0.2614033*** (0.000)	0.0540442	4.84	-0.1187732*** (0.000)	0.016869	-7.04	-0.1022512*** (0.000)	0.0226575	-4.51	0.1690491 (0.218)	0.134473	1.26
Capex	33.4583** (0.030)	14.07772	2.38	-10.66276 (0.155)	7.355799	-1.45	6.585846 (0.536)	10.55663	0.62	5.235683 (0.295)	4.911334	1.07
Intang	-5.449087 (0.546)	8.841604	-0.62	-5.542535*** (0.003)	1.735655	-3.19	-3.449344* (0.061)	1.797465	-1.92	-13.45789** (0.020)	5.475346	-2.46
Caixa	1.40511 (0.867)	8.228461	0.17	-6.908438*** (0.001)	1.963995	-3.52	-3.897772 (0.122)	2.474793	-1.57	149.1545 (0.252)	127.7912	1.17
ESG/E/S/G	-0.0279161* (0.057)	0.0135808	-2.06	0.0307237*** (0.000)	0.0078833	3.90	0.0402637* (0.058)	0.0206578	1.95	0.061896** (0.019)	0.0250565	2.47
constante	-35.86132*** (0.004)	10.59733	-3.38	1.593637 (0.417)	1.944114	0.82	3.388681 (0.162)	2.383359	1.42	19.17776 (0.224)	15.45011	1.24
R²	0.5367			0.7654			0.6532			0.8040		
Observações	101			51			56			48		

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2022).

Tabela 07: Regressões (Controle Anos) e divulgação ESG (total), E, S e G

Ano	2013			2014			2013			2014		
Variáveis	Q de Tobin e SOC			Q de Tobin e GOV			Q de Tobin e ESG			Q de Tobin e ESG		
Qtobin	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t
Tam	-0.1008165 (0.406)	0.1203081	-0.84	-0.0664605 (0.536)	0.1066233	-0.62	-0.1532442 (0.181)	0.1132033	-1.35	-0.0415424 (0.711)	0.1113882	-0.37
Alav	-0.41737 (0.569)	0.7275151	-0.57	0.8664146 (0.149)	0.5916844	1.46	-0.5530528 (0.431)	0.6967055	-0.79	0.7404843 (0.223)	0.5998856	1.23
Cresc	-0.3490058 (0.429)	0.4369075	-0.80	0.958875** (0.031)	0.4321275	2.22	-0.442925 (0.416)	0.5405744	-0.82	0.867955** (0.039)	0.4090768	2.12
Roa	8.097123*** (0.007)	2.856627	2.83	11.54281*** (0.000)	2.361162	4.89	9.120462*** (0.000)	1.540716	5.92	11.3297*** (0.000)	2.345906	4.83
Dy	-0.4040109 (0.876)	2.577732	-0.16	-0.4699746 (0.378)	0.5284666	-0.89	-0.3976118 (0.886)	2.760709	-0.14	-0.2499714 (0.652)	0.5512775	-0.45
Idade	0.0012252 (0.859)	0.0068547	0.18	-0.0003863 (0.960)	0.0075744	-0.05	0.0026134 (0.760)	0.0085	0.31	0.0002853 (0.969)	0.0074122	0.04
Capex	1.603971 (0.518)	2.46145	0.65	0.5922612 (0.822)	2.615563	0.23	2.444833 (0.253)	2.117359	1.15	1.23739 (0.635)	2.589456	0.48
Intang	0.8002959 (0.131)	0.5201341	1.54	0.2855104 (0.677)	0.6814809	0.42	0.5765922 (0.244)	0.4896421	1.18	0.438283 (0.544)	0.7171017	0.61
Caixa	2.300814 (0.744)	7.013187	0.33	0.4446674 (0.919)	4.356246	0.10	0.8754528 (0.900)	6.909616	0.13	0.1600623 (0.973)	4.678408	0.03
ESG/E/S/G	-0.0098484* (0.061)	0.005132	-1.92	-0.0210491** (0.023)	0.0089712	-2.35	-0.0106329* (0.080)	0.0059525	-1.79	-0.011322* (0.064)	0.0059759	-1.89
constante	3.16407 (0.283)	2.915697	1.09	2.213722 (0.368)	2.440114	0.91	4.288911* (0.084)	2.433147	1.76	1.098722 (0.662)	2.50057	0.44
R²	0.4561			0.4782			0.4648			0.4764		
Observações	57			64			65			64		

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: dados da pesquisa (2022).