

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

GEOVANE CAMILO DOS SANTOS

**O PAPEL DO ESG NO *VALUE RELEVANCE* E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS EM COMPANHIAS LATINO-AMERICANAS**

UBERLÂNDIA/MG

2023

GEOVANE CAMILO DOS SANTOS

**O PAPEL DO ESG NO *VALUE RELEVANCE* E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS EM COMPANHIAS LATINO-AMERICANAS**

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis

Área de Concentração: Contabilidade e Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Tavares

UBERLÂNDIA/MG

2023



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico Número 031 - PPGCC				
Data:	04 de maio de 2023	Hora de início:	08:00 h	Hora de encerramento:	10:40 h
Matrícula do Discente:	12013CCT003				
Nome do Discente:	Geovane Camilo dos Santos				
Título do Trabalho:	O papel do ESG no value relevance e gerenciamento de resultados em companhias latino-americanas				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Controladoria				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC06 - Métodos Quantitativos em Contabilidade				

Reuniu-se, por meio do sistema de web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores(as) Doutores(as): Neirilaine Silva de Almeida - UFU, Denise Mendes da Silva - UFU, Daiana Paula Pimenta - UFG, Donizete Reina - UFES e Marcelo Tavares - UFU, orientador do candidato.

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

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

APROVADO

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título descrito na tabela acima. 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 **Marcelo Tavares, Professor(a) do Magistério Superior**, em 04/05/2023, às 11:51, 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 **Neirilaine Silva de Almeida, Professor(a) do Magistério Superior**, em 04/05/2023, às 15:15, 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 **Denise Mendes da Silva, Professor(a) do Magistério Superior**, em 04/05/2023, às 17:00, 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 **Donizete Reina, Usuário Externo**, em 04/05/2023, às 17:17, 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 **Daiana Paula Pimenta, Usuário Externo**, em 10/05/2023, às 14:04, 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 **4412269** e o código CRC **EAE040A8**.

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

S237 Santos, Geovane Camilo dos, 1990-
2023 O PAPEL DO ESG NO VALUE RELEVANCE E GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS EM COMPANHIAS LATINO-AMERICANAS [recurso
eletrônico] / Geovane Camilo dos Santos. - 2023.

Orientador: Marcelo Tavares.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-Graduação em Ciências Contábeis.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2023.251>

Inclui bibliografia.

1. Contabilidade. I. Tavares, Marcelo ,1966-
(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

A minha alma te segue de perto; a tua destra me sustenta (Salmo 63,8)

Agradecimento

Primeiramente agradeço a Deus Pai, Criador do mundo, a Jesus Cristo, Filho Unigênito e ao Espírito Santo, Santificador, pelo dom da minha vida. Agradeço por ter despertado em mim o sonho para a docência e para a pesquisa. Agradeço por cada dia de vida que me é concedido para acordar e lutar pelos meus sonhos. Portanto, uso uma frase de 1 Crônicas 29, 13 “Agora, nosso Deus, dou-te graças, e louvo o teu glorioso nome”.

Agradeço à Nossa Senhora pela sua intercessão junto ao seu Filho Jesus Cristo, pela capacidade de chegar a esse momento para conclusão do doutorado. Agradeço-te mãezinha pela sua intercessão junto ao teu Amado Filho, e, como servo, coloco-me inteiramente em tuas mãos. Como diz, São Luís Maria Grignon de Montfort, “Sou todo teu, Maria, e tudo o que é meu te pertence”.

Agradeço à minha esposa Dryelle Laiana pelo companheirismo em todos os momentos. Agradeço ao carinho, o amor, a paciência e por ter compreendido as minhas ausências que se fizeram comuns durante a trajetória do doutorado. Você foi essencial para esta vitória conquistada.

Aos meus pais Geraldo e Valda, agradeço pelos ensinamentos, pela educação e pela formação que me proporcionaram ao longo dessa caminhada. Foi com os senhores que aprendi o que são valores e a sua importância para a minha vida.

Agradeço também a minha irmã, Daiane Camilo, pela torcida e incentivo para que eu chegasse a esse momento.

Agradeço aos demais membros da minha família pela compreensão e torcida em todos os momentos. Agradeço à família da minha esposa, que me acolheram em sua família. De forma especial, agradeço a minha afilhada, Danyelle, por alegrar os meus dias com seu sorriso.

Agradeço aos colegas de doutorado que juntos tivemos a oportunidade de compartilhar experiências e conhecimentos, principalmente nas disciplinas de Seminário de Tese, situação que contribuiu significativamente para a conclusão desta tese.

Agradeço aos meus amigos que mesmo não estando perto todos os dias torcem pelo meu sucesso. Há uma bela frase que diz: “amigos nem sempre estão fisicamente do nosso lado, mas com o coração sentem nossas fraquezas e dificuldades, assim como alegrias e conquistas”.

Ao meu orientador Prof. Dr. Marcelo Tavares, que me acolheu como orientando após transcorrido 2 anos de doutorado, e, que não mediu esforços para a conclusão desta tese. O professor Marcelo além da capacidade como orientador, tem um papel humano imprescindível,

visto que ele também se preocupa com o bem-estar do orientando. Com certeza esta tese se tornou mais leve com a sua orientação. Portanto, professor, eu te agradeço infinitamente pelas trocas de conhecimento, pelas conversas, pelos incentivos e pelas dicas tanto profissionais como pessoais. Espero, um dia ter um décimo de sua capacidade como orientador e como pessoa. Ao senhor deixo uma palavra **GRATIDÃO**.

Agradeço à Profa. Dra. Patrícia Costa de Souza a qual tive a honra de ser orientando por 2 anos, período, este que aprendi muito. Acredito que com a sua orientação, a minha escrita melhorou significativamente, e, principalmente que um “artigo não é um suspense”, no qual, as ideias precisam ser claras e diretas desde o início.

Agradeço à banca de qualificação e defesa de Doutorado – professores Dra. Denise Mendes da Silva (UFU), Dra. Neirilaine Silva de Almeida (UFU), Dr. Donizete Reina (UFES) e Dra. Daiana Paula Pimenta (UFG), inicialmente pelo aceite em participar das bancas. Em seguida pelas preciosas contribuições, que foram essenciais para o fortalecimento e conclusão desta Tese.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) e da Faculdade de Ciências Contábeis (FACIC) da Universidade Federal de Uberlândia, que além das disciplinas que me proporcionaram aumento no conhecimento, pelas parcerias acadêmicas, pela atenção disponibilizada e pelos momentos partilhados. Quero deixar um agradecimento especial aos professores Dra. Sirlei Lemes e Dr. Ricardo Rocha de Azevedo que contribuíram significativamente para o desenvolvimento da tese nas disciplinas de Seminários de Tese I e II, respectivamente.

Agradeço aos professores Dr. Edilson Paulo (UFSC) e Luiz Paulo Lopes Fávero (USP) pela oportunidade de cursar suas disciplinas, as quais foram fundamentais para agregar conhecimento e tiveram contribuição basilar para o desenvolvimento da tese. Quero agradecer também ao professor Dr. Vagner Antônio Marques (UFES) com quem tive a imensa oportunidade de desenvolver pesquisas e que foram fundamentais para o meu crescimento como pesquisador.

Agradeço aos técnicos administrativos por toda atenção e apoio dispensado durante o doutorado, sem sua parceria, sem sua determinação para o bom desenvolvimento do programa, este se tornaria muito mais pesado.

Agradeço ao Programa de Pós-graduação da Universidade Federal de Goiás, o qual forneceu acesso aos dados da Refinitiv Eikon® para coleta das informações necessárias para o desenvolvimento da tese.

Agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela bolsa de doutorado, a qual foi importantíssima para que eu pudesse me dedicar ao programa.

Investir em ações sem a contabilidade é como dirigir um barco sem uma bússola.

Resumo

Esta tese visa analisar a relação do *environmental, social and corporate governance* (ESG) com o gerenciamento de resultado e *value relevance*. A amostra é composta por 1.419 observações de companhias da América Latina para o lapso temporal de 2010 a 2021. Os dados foram coletados na plataforma Refinitiv Eikon® e tratados mediante painel desbalanceado e teste de Wilcoxon. Os resultados revelaram que as empresas com maior nível de ESG apresentam maior nível de gerenciamento de resultado, sugerindo que elas buscam manter a sua reputação mediante a divulgação de mais informações ESG. Os resultados revelaram também que as entidades com maior ESG apresentam menor preço das ações. Esse resultado pode ser explicado em decorrência de as organizações estarem divulgando melhor desempenho ESG com o propósito de criar uma boa reputação no mercado (relação positiva do ESG e do gerenciamento de resultados), e devido ao ESG ainda ser recente nessa região, no qual os usuários têm preferência em considerar as métricas financeiras, que têm sido as mais relevantes durante anos. As empresas com maior nível de gerenciamento de resultados foram aquelas que apresentaram menor nível de preço das ações, ou seja, quando a informação apresenta menor qualidade, há uma tendência de redução no preço de suas ações. A interação do ESG e gerenciamento de resultados apresentou apenas uma relação significativa, sendo ela negativa, isto é, quando a organização apresenta maior ESG na presença de maior gerenciamento de resultados, ela tende a apresentar menor preço das ações. Também realizou as referidas análises considerando o período com e sem pandemia. Constatou-se que antes do início da pandemia ocorreu relação negativa entre ESG e gerenciamento de resultados e que após o início a relação foi positiva. Isso pode indicar que os gestores aproveitaram o momento de maior turbulência para divulgar melhor desempenho ESG com o propósito de ocultar informações com maiores níveis de práticas discricionárias (conforme teste de Wilcoxon). O gerenciamento de resultado apresentou relação positiva e significativa com o preço das ações no modelo de Jones (1991) após o início da pandemia. A relação do ESG e preço das ações e da interação ESG e gerenciamento de resultados não foram significativas. A tese pode contribuir com investidores indicando se o aumento das informações ESG estão ligadas a menor qualidade da informação contábil. Com isso, os investidores têm indícios de que o aumento do desempenho ESG nessa região, em média, indica que os gestores estão divulgando informações com mais práticas de gerenciamento de resultados e que maiores valores de ESG também reduz o preço das ações. No âmbito acadêmico, o estudo se diferencia dos demais, visto que os antecedentes analisam isoladamente a relação ESG e gerenciamento de resultados e ESG e o preço das ações, sendo que nesta tese realizou a interação para verificar se o ESG é capaz de reduzir o gerenciamento de resultados e assim aumentar o preço das ações buscando aprofundar o entendimento acerca da Teoria dos *Stakeholders*. Portanto, a tese proposta foi aceita parcialmente, uma vez que o ESG aumentou o gerenciamento de resultados em dois modelos, o gerenciamento de resultados reduziu o preço das ações em todos os modelos e a interação ESG e gerenciamento de resultados reduziu o preço das ações em apenas um modelo.

Palavras-chave: Qualidade da informação contábil. Gerenciamento de resultados. Value relevance. ESG. Responsabilidade Social Corporativa (RSC).

Abstract

This thesis aims to analyze the relationship between environmental, social, and corporate governance (ESG) with earnings management and value relevance. The sample consists of 1,419 observations of Latin American companies for the time period from 2010 to 2021. Data were collected from the Refinitiv Eikon® platform and processed using an unbalanced panel and Wilcoxon test. The results revealed that companies with a higher level of ESG exhibit a higher level of earnings management, suggesting that they seek to maintain their reputation by disclosing more ESG information. The results also showed that entities with higher ESG have a lower stock price. This result can be explained by organizations disclosing ESG practices to create a good reputation in the market (positive relationship between ESG and earnings management) and due to ESG being still recent in this region, where users prefer to consider financial metrics, which have been the most relevant for years. Companies with a higher level of earnings management were those that had a lower level of stock price, meaning that when the information is of lower quality, there is a tendency for a reduction in the price of their shares. The interaction of ESG and earnings management showed only one significant relationship, which was negative, meaning that when the organization presents higher ESG in the presence of higher earnings management, it tends to have a lower stock price. The analyses were also performed considering the period with and without the pandemic. It was found that before the pandemic, a negative relationship between ESG and earnings management occurred, and after the start, the relationship was positive. This may indicate that managers took advantage of the moment of greater turbulence to disclose more ESG practices with the purpose of hiding information with higher levels of discretionary practices (according to the Wilcoxon test). Earnings management showed a positive and significant relationship with stock price in the Jones (1991) model after the start of the pandemic. The relationship between ESG and stock price and the interaction between ESG and earnings management were not significant. The thesis can contribute to investors by indicating whether the increase in ESG information is linked to lower quality of accounting information. Thus, investors have indications that the increase in ESG practices in this region, on average, indicates that managers are disclosing information with more earnings management practices and that higher ESG values also reduce the stock price. In the academic realm, the study differs from others, as the antecedents analyze the relationship between ESG and earnings management and ESG and stock price separately, while this thesis performed the interaction to verify if ESG is capable of reducing earnings management and thus increasing the stock price, seeking to deepen the understanding of the Stakeholder Theory. Therefore, the proposed thesis was partially accepted, as ESG increased earnings management in two models, earnings management reduced stock price in all models, and the interaction between ESG and earnings management reduced stock price in only one model.

Keywords: Accounting information quality. Earnings management. Value relevance. ESG. Corporate Social Responsibility (CSR).

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Amostra pesquisa por país	35
Tabela 2 – Estatística descritiva na América Latina.....	46
Tabela 3 – Análise da relação entre ESG e gerenciamento de resultados	52
Tabela 4 – <i>Value relevance</i> do VPA e LPA	58
Tabela 5 – <i>Value relevance</i> do VPA, LPA e ESG.....	59
Tabela 6 – Relação entre gerenciamento de resultados e value relevance	60
Tabela 7 – Relação entre a interação ESG e gerenciamento de resultados com o <i>value relevance</i>	61
Tabela 8 – Análise da relação entre ESG e gerenciamento de resultados segregado pelo período de pandemia e sem pandemia	64
Tabela 9 – Análise da relação entre gerenciamento de resultados e value relevance segregado pelo período de pandemia e sem pandemia	65
Tabela 10 – Análise da relação entre ESG e value relevance segregado pelo período de pandemia e sem pandemia	66
Tabela 11 – Análise da relação entre a interação ESG e gerenciamento de resultados com o <i>value relevance</i> segregado pelo período de pandemia e sem pandemia.....	67
Tabela 12 – Análise da relação entre o gerenciamento de resultados e ESG	68
Tabela 13 – Análise da relação bidirecional entre o ESG e gerenciamento de resultados segregado pelo período de pandemia e sem pandemia	72
Tabela 14 – Correlação entre as variáveis do estudo.....	97

Lista de Quadros

Quadro 1 – Estudos anteriores sobre ESG, value relevance e gerenciamento de resultados ...	29
Quadro 2 – Componentes do ESG, categorias e definição conforme base Refinitiv	39
Quadro 3 – Score ESG e grau de classificação	40
Quadro 4 – Relação entre variáveis explicativas e gerenciamento de resultados.	41
Quadro 5 – Relação entre LPA, VPA e ESG e preço da ação.....	42
Quadro 6 – Relação entre LPA, VPA e gerenciamento de resultados e preço da ação.....	43
Quadro 7 – Relação entre LPA, VPA, ESG, gerenciamento de resultados e interação do ESG e gerenciamento de resultados com o preço da ação.....	44
Quadro 8 – Resumo das hipóteses	73

Lista de abreviaturas e siglas

AD – *Accruals* discricionários

END – Endividamento

ESG – Environmental, social and governance

FCO – Fluxo de caixa operacional

FCOD – Fluxo de caixa operacional defasado

IFRS – International Financial Reporting Standards

ISO – International Organization for Standardization

Lntam – Logaritmo natural do ativo total

LPA – Lucro por Ação

MTB – Market-to-book

ODS – Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

ONU – Organização das Nações Unidas

P – Preço da ação

PIRNU – Princípios de Investimento Responsável das Nações Unidas

PPE – Property, Plant and Equipment

QIC – Qualidade da Informação Contábil

ROA – Retorno sobre ativos

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

VPA – Valor Patrimonial da Ação

Sumário

1 INTRODUÇÃO	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA	19
2.2 TEORIA DOS STAKEHOLDERS	21
2.3 ESG	22
2.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	23
2.5 VALUE RELEVANCE.....	26
2.6 ESTUDOS ANTERIORES: ESG E VALUE RELEVANCE, ESG E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E VALUE RELEVANCE E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	28
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	35
3.1 CLASSIFICAÇÃO EPISTEMOLÓGICA	35
3.2 COLETA DOS DADOS	35
3.3 TRATAMENTO DOS DADOS.....	36
3.4 MENSURAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	37
3.5 MENSURAÇÃO DO <i>VALUE RELEVANCE</i>	38
3.6 VARIÁVEL ESG.....	39
3.7 MODELOS ECONÔMICOS.....	40
4 RESULTADOS	45
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	45
4.2 ESG E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	52
4.3 ESG E <i>VALUE RELEVANCE</i>	57
4.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E <i>VALUE RELEVANCE</i>	59
4.5 INTERAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESG COM <i>VALUE RELEVANCE</i>	61
4.6 ANÁLISE DE ROBUSTEZ	64
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	74
REFERÊNCIAS	76
Apêndice A – Estatística descritiva completa.....	90
continua	90
Apêndice B – Estatística descritiva do ESG por setor	93
Apêndice C – Correlação entre as variáveis	97

1 INTRODUÇÃO

O ESG é uma métrica não financeira que evidencia a preocupação da empresa com práticas de *disclosure* voluntário (CUCARI; DE FALCO; ORLANDO, 2018; LAGASIO; CUCARI, 2019). O ESG representa os esforços de países, empresas e de pessoas interessadas em preservar o meio ambiente, desenvolver os aspectos sociais e de governança corporativa (GRIMALDI *et al.*, 2020). As empresas, principalmente no Brasil, ainda enfrentam desafios para a implementação dessa prática, como: falta de uma cultura de sustentabilidade, falta de incentivos dos governos, maiores custos, falta de crédito e financiamento, falta de regulação e controle do governo, falta de mão de obra especializada e falta de tecnologia (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA, 2021), além de falta de padronização das métricas entre as bases (DELOITTE, 2021).

O termo ESG foi proposto em 2005, com o relatório dos Princípios de Investimento Responsável das Nações Unidas (PIRNU). O referido relatório recomenda aos investidores considerarem as pontuações ESG como um fator-chave nas suas tomadas de decisões (UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INITIATIVE, 2005; YOON; LEE; CHO, 2021). Essa recomendação parte do pressuposto que as empresas devem adotar práticas ESG com o propósito de contribuir com a sociedade, e, ao fazer isso, os *Stakeholders* verão tais práticas e as recompensarão de forma a criar valor em longo prazo (FRISARI *et al.*, 2020; YOON; LEE; BYUN, 2018).

A divulgação de desempenho ESG pelas empresas pode ser feita de quatro maneiras: i) no relatório financeiro anual, desde que elas criem algum tópico específico para isso; ii) no relatório de sustentabilidade social, iii) no relatório de emissão de gases de efeito estufa, no caso de aspectos ambientais; e, iv) no relato integrado, sendo este o mais usual (BURKE; CLARK, 2016). Com base nessas divulgações, os usuários podem visualizar como as entidades estão evidenciando suas ações nos três componentes ESG (MARTINS; CUNHA, 2022).

Os usuários, além de verificar as informações divulgadas em fontes primárias nos relatórios supracitados, podem usar fontes secundárias que são os *scores* divulgados por empresas especializadas. A divulgação dessas empresas normalmente gera uma pontuação que varia de 0 a 100, sendo que 0 sugere ausência de ESG e mais próximo a 100 melhor nível da entidade conforme plataformas de banco de dados¹ (GRIMALDI *et al.*, 2020; VELTE, 2021).

¹ Alguns exemplos são: Bloomberg, Refinitiv Eikon, MSCI, entre outras.

Além de uma discussão pautada em uma métrica não financeira (ESG), métricas financeiras também devem ser consideradas, como por exemplo a qualidade da informação contábil (QIC), a qual é compreendida como a fidedignidade dos números contábeis (CHEN *et al.*, 2010), sendo portanto, uma condição indispensável para assegurar, aos usuários, informações que lhes permitam tomar decisão com confiabilidade (MOURA; ZILIOOTTO; MAZZIONI, 2016). Na prática, essa métrica é de difícil mensuração, sendo para isso usadas algumas *proxies* (MOURA; ZILIOOTTO; MAZZIONI, 2016).

A relação teórica entre ESG e QIC, ocorre por dois principais motivos: i) a adoção de melhor desempenho ESG reforça a motivação de que as empresas estão preocupadas com a transparência e a ética, e, por isso se espera que elas apresentem maior QIC (HONG; ANDERSEN, 2011; KIM; PARK; WIER, 2012); ii) uso do ESG como um fator motivacional à reputação da empresa, isso porque ela busca reforçar uma reputação existente ou repará-la (MINOR; MORGAN, 2011), e, por isso, as empresas podem adotar mais práticas ESG com o propósito de ocultar um comportamento oportunista, sendo esperado que elas apresentem menor QIC (GARFATTA, 2021).

Nesse sentido, esta tese se embasa nas Teorias dos Stakeholders e da Agência. Pela Teoria dos Stakeholders espera-se que quanto maior a QIC melhor é o desempenho ESG, no qual, o objetivo é a criação de valor em longo prazo. Pela Teoria da Agência é esperado que as empresas com menor nível de qualidade da informação contábil apresentem maiores níveis de ESG, visto que esse será usado para mascarar ações discricionárias dos gestores.

Lopes (2001) cita que dentre as métricas mais comuns para medir a QIC estão a relevância da informação contábil (*value relevance*) e o gerenciamento de resultados. O *value relevance* pode ser entendido como o valor da informação contábil, isto é, a utilidade da informação para os investidores no momento da precificação dos ativos (FRANCIS; SCHIPPER, 1999). No âmbito acadêmico ele é tratado como a relação significativa entre as divulgações da empresa e o preço das ações (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008). Portanto, quanto maior a QIC maior se espera a relação com o preço da ação (PRISCILA; PEIXOTO; MARTINS, 2021), e, aumentando-se o R^2 (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022).

O arcabouço teórico e matemático do *value relevance* foi desenvolvido por Ohlson (1995), no qual ele trata o valor da entidade em função das informações contábeis (patrimônio líquido e lucro líquido), que são considerados complementares para formar o valor de mercado da empresa (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022). De forma teórica espera-se que as

organizações com maior ESG apresentem maior preço das ações (*value relevance*) (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018; MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019). Isso porque pode sugerir maior transparência, reforça o compromisso da empresa com informações mais fidedignas.

Os resultados, na literatura, evidenciam que empresas com melhor desempenho ESG apresentam maior *value relevance* (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019). A relação positiva pode ser em decorrência de sugerir aos usuários que a empresa tem maior transparência nos números divulgados, e, por isso pode afetar positivamente o preço das ações (*value relevance*). Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Redondo-Hernández (2019) analisaram o desempenho ESG e *value relevance* de bancos comerciais de 20 mercados acionários. Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Gonçalves (2018) investigaram o *value relevance* do ESG no mercado acionário brasileiro.

Por sua vez, o gerenciamento de resultado consiste nas práticas adotadas pelos gestores para obtenção de algum ganho privado (SCHIPPER, 1989). Essa prática também pode ser compreendida como a adoção de julgamento dos gestores nos relatórios financeiros, com o propósito de apresentar aos usuários informações que não refletem a realidade da entidade em relação ao desempenho futuro, ou ainda, para influenciar os resultados contratuais que estão vinculados aos números contábeis (HEALY; WAHLEN, 1999). Considerando esses conceitos, Martinez (2001) menciona que o gerenciamento de resultado consiste na mudança intencional dos resultados contábeis, a fim de se alcançar/atender alguma motivação particular, isto é, não são aquelas oriundas da realidade do negócio. Ao longo desta tese, o termo gerenciamento de resultados será tratado como as ações intencionais dos gestores que afetam os números contábeis dentro dos limites legais. Teoricamente espera-se que empresas com maior ESG apresentem menor gerenciamento de resultados, uma vez que elas são consideradas empresas com maior transparência e ética (GONÇALVES; GAIO; FERRO, 2021; VELTE, 2019, 2021).

Os estudos envolvendo ESG e gerenciamento de resultados indicam que a maior preocupação com a RSC pode reduzir (GONÇALVES; GAIO; FERRO, 2021; VELTE, 2019) ou aumentar (GARFATTA, 2021) as práticas agressivas dos gestores. A relação negativa sugere que os gestores de empresas com maior ESG têm maior comportamento ético e que os relatórios contábeis apresentam maior qualidade (CALEGARI; CHOTIGEAT; HARJOTO, 2010; GONÇALVES; GAIO; FERRO, 2021; KIM; PARK; WIER, 2012). A relação positiva mostra

que os gestores podem estar utilizando o ESG para mascarar suas práticas discricionárias tornando a empresa bem-vista pelo mercado (DHALIWAL *et al.*, 2011).

Gonçalves, Gaio e Ferro (2021) analisaram entidades da União Europeia e encontraram que quanto maior a performance ESG menor são as práticas de gerenciamento de resultados. Velte (2019) ao investigar as empresas alemãs também encontraram relação semelhante, sendo que esses autores investigaram tanto o gerenciamento por *accruals* quanto por atividade operacional. Garfatta (2021) com análise do mercado saudita encontrou que os gestores utilizam da performance ESG para apresentar uma imagem de transparência, sendo que na verdade, há uma adoção de gerenciamento de resultados à medida que se aumenta o ESG.

Desse modo, considerando que o *value relevance* é aumentado quando as informações apresentam maior QIC (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008), a presença de melhores práticas de gerenciamento de resultados devem reduzi-lo (DURÁN-VÁZQUEZ; LORENZO-VALDÉS; SANMARTÍN-REYNA, 2012). Considerando também que o ESG tende a aumentar a QIC representando criação de valor em longo prazo para os *stakeholders*, espera-se que essa possa reduzir os *accruals* discricionários. A redução dos *accruals discricionários* representa maior QIC contribuindo para aumento do *value relevance* (FREEMAN, 1984; FRISARI *et al.*, 2020; ZURIDA; HOUQE; ZIJL, 2018). Portanto, a tese proposta é: o ESG, o gerenciamento de resultados e a interação entre ESG e gerenciamento de resultados alteram o *value relevance*.

Na América Latina foi identificado apenas um estudo que analisou a relação do *value relevance* com o ESG, que foi a pesquisa de Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Gonçalves (2018) nas empresas brasileiras. Desse modo, constata-se que apesar da relevância econômica dessa região, com aumento do número de participantes nas bolsas (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2020), atração de capitais internacionais em investimentos ESG (LUCCHESI, 2021; TRENT, 2019) e na adoção de práticas ESG pelas empresas (DATACENTERDYNAMICS, 2022), os estudos ainda estão incipientes nessa região. Para que esses usuários possam tomar decisões com maior segurança, faz-se necessário que os números divulgados apresentem maior nível de qualidade. Portanto, a investigação da relação do ESG com a QIC, pode ser um indicativo para esses usuários considerarem no momento de suas tomadas de decisões, conforme recomendação das Nações Unidas.

O principal diferencial do estudo é a consideração da interação ESG e gerenciamento de resultados para explicar o preço da ação. Essa análise é relevante, visto que os estudos anteriores analisaram a relação apenas do gerenciamento de resultados e preço da ação ou

apenas do ESG e preço da ação. Assim, ao incluir tal investigação, o estudo permite verificar como que o ESG é capaz de reduzir o gerenciamento de resultados e assim aumentar o preço das ações buscando aprofundar o entendimento acerca da Teoria dos *Stakeholders*.

A análise da relação entre o *value relevance* e gerenciamento de resultados permite identificar como que uma *proxy* de má qualidade (gerenciamento de resultados) afetam o preço das ações (OLIVEIRA; CAVALCANTE, 2018). A presente pesquisa difere dos anteriores, pois realiza a análise comparando o período com e sem pandemia. Ele também se diferencia realizando uma análise cross-country, pois os anteriores analisaram apenas regiões específicas, como China (SHAN, 2015), México (DURÁN-VÁZQUEZ; LORENZO-VALDÉS; SANMARTÍN-REYNA, 2012) e Brasil (OLIVEIRA; CAVALCANTE, 2018). Assim, espera-se que quanto maior for o valor dos *accruals discricionários* menor seja a relevância e confiabilidade dos números contábeis divulgados (OLIVEIRA; CAVALCANTE, 2018).

Diante disso, esta pesquisa irá explorar essas lacunas, cujo problema é: qual a relação do ESG com a qualidade da informação contábil? Para responder a esta questão, o objetivo é analisar a relação do ESG com o gerenciamento de resultado e o *value relevance*. Para responder ao objetivo geral, o estudo apresenta quatro objetivos específicos: i) analisar a relação do ESG e gerenciamento de resultados; ii) analisar a relação do ESG e *value relevance*; iii) analisar a relação do gerenciamento de resultados e *value relevance*; e iv) analisar a relação da interação ESG e gerenciamento de resultados com o *value relevance*.

Conforme mencionado pelas Nações Unidas, há uma recomendação para os investidores considerarem empresas com práticas sustentáveis em seus investimentos (UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INITIATIVE, 2005). Conforme o levantamento da plataforma CIO Research² com gestores de grandes empresas da América Latina, na comparação 2021-2022 houve um crescimento de 46% na adoção de estratégia de sustentabilidade (DATACENTERDYNAMICS, 2022). Também houve aumento na emissão de títulos globais de dívida externa focados em aspectos sustentáveis (LUCCHESI, 2021).

Constata-se ainda que houve crescimento na consideração de práticas ESG pelos investidores com uma variação de 14,8% no período de 2018 a 2019 (TRENT, 2019), e, a captura de mais de 6 bilhões de dólares em 2021 pelos fundos focados em ESG, representando um aumento de mais de 240% se comparado ao ano anterior (LUCCHESI, 2021). Diante do

² Essa é uma comunidade on-line que auxilia gestores na resolução de problemas. O levantamento contou com a parceria do site de pesquisa on-line Seekment e foi apoiado pela empresa alemã SAP.

crescimento de investidores e investimentos focados em ESG e da maior preocupação das empresas com as práticas ESG, este estudo pode se justificar pela possibilidade de evidenciar aos usuários do mercado, se o aumento de práticas ESG está ligado à melhoria/piora da QIC.

A pesquisa também apresenta contribuições teóricas, visto que “os investidores internacionais com carteiras de investimento globais estão cada vez mais exigindo relatórios de alta qualidade, transparentes, confiáveis e comparáveis das empresas sobre clima e outros assuntos ambientais, sociais e de governança (ESG)” (INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD, 2021, p. 1). Nesse sentido, a interação do ESG e GR está alinhada à premissa central da Teoria dos *Stakeholders* de que os gestores devem considerar os interesses dos *Stakeholders* a fim de engajar-se em um processo decisório mais eficaz e sustentável (GÓES; REIS; ABIB, 2021). O conceito de valor considerado nesta tese é a capacidade de gerar impacto significativo no preço das ações.

Do ponto de vista socioambiental, este estudo pode ser relevante devido ao crescimento da adoção de práticas ESG pelas empresas latino-americanas (DATACENTERDYNAMICS, 2022; LUCCHESI, 2021). A adoção de mais práticas ESG pelas empresas é um fator positivo que contribui para o desenvolvimento do meio ambiente, redução das desigualdades sociais e aumento de governança corporativa. Assim, considerando que mais ESG sugere maior preço das ações é esperado que tenha mais investidores interessados em aplicar recursos nas empresas desses países, contribuindo para aumento de mais práticas sustentáveis.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência é derivada da proposta teórica de Ronald Coase (1937), denominada Teoria da Firma. Ela tem como preocupação estabelecer uma estrutura formal/informal/legal, gerando contratos explícitos ou não para administrar as relações entre as partes (MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016). Portanto, ao partir dessa teoria, a Teoria da Agência, considera que a entidade é uma ficção legal em que se estabelece relações contratuais (MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016).

A relação entre principal e agente surge do fato de que por vezes, aquele necessita de terceiros para administrar a sua empresa. Nesse sentido, o principal delega ao agente à administração da entidade (JENSEN; MECKLING, 1976; MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016; ROCHA *et al.*, 2012). Para isso, são necessários a elaboração de contratos para alinhamento dos objetivos conflitantes dos indivíduos aos da entidade, a fim de maximizar os resultados (JENSEN; MECKLING, 1976; MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016). O principal ao delegar a gestão da empresa para terceiros, fica mais distante da entidade, enquanto o agente tem mais acesso às informações (SCOTT, 2015).

Pela Teoria da Agência, via de regra, o agente foca na maximização do seu bem-estar em detrimento do bem-estar do investidor (JENSEN; MECKLING, 1976; SCOTT, 2015), cujo principal pressuposto é que os indivíduos são motivados por suas ambições (LOURENÇO; SAUERBRONN, 2017). Diante dessas visões diferentes pode surgir o problema de agência, devido à assimetria da informação (ROCHA *et al.*, 2012; SCOTT, 2015). A assimetria da informação pode ser entendida como o não conhecimento de todos os fatos por ambas as partes, isto é, a informação é incompleta (SCOTT, 2015), sendo que normalmente o agente tem mais informações da empresa que o principal (MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016).

Considerando as motivações pessoais como fatores de desalinhamento as perspectivas dos *stakeholders*, quanto mais os gestores adotarem práticas de gerenciamento de resultado discricionário mais alinhado ele estará à perspectiva da Teoria da Agência. Com isso, a informação contábil que deveria auxiliar os usuários a tomarem suas decisões confiáveis pode levá-los a escolhas equivocadas (MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016; SCOTT, 2015). Além disso, essa teoria também pode explicar o gerenciamento de resultado a partir do custo de agência, visto que ao buscarem seus interesses, os gestores, podem divulgar relatórios

financeiros que podem não apresentar a realidade econômica da empresa (MARTINS; FERREIRA; LUCENA, 2016; SCOTT, 2015).

O *value relevance* pode ser relacionado à Teoria da Agência, dado que às práticas de assimetria da informação pode reduzi-lo (BOUBAKER; SAMI, 2011). Como forma de evitar a redução do *value relevance*, práticas de *disclosure* pode aumentar o preço da ação (HASSAN; MOHD-SALEH, 2010; KARAMI; HAJIAZIMI, 2013). Por isso, as empresas podem ter maior desempenho ESG de forma discricionária buscando aumentar o preço das ações.

Com a finalidade de minimizar a ação oportunista do gestor, os agentes podem exigir o aumento da transparência, mediante divulgação de informações voluntárias (SINNADURAI, 2008). Na visão de Meiseberg e Ehrmann (2012), se a organização não se preocupa com os aspectos sociais e ambientais podem levar os usuários a retirarem seu capital da empresa. Por esse motivo, um desses mecanismos é o ESG, visto que ele sugere que as entidades são mais transparentes e apresentam maior aspecto ético (DESCLÉE *et al.*, 2016). Portanto, conforme Velte (2019), o ESG pode aumentar a qualidade das divulgações com as informações mais transparentes, situação que pode reduzir o gerenciamento de resultados.

Por outro lado, alguns estudos apresentam que o ESG pode estar relacionado com o aumento do gerenciamento de resultados discricionário, corroborando às perspectivas da Teoria da Agência. O primeiro motivo para isso é que o gerenciamento de resultado pode agravar os custos de agência (DAVIDSON III *et al.*, 2004) e trazer consequências para os *Stakeholders* (ZAHRA; PRIEM; RASHEED, 2005). Outro motivo é que os gestores adotam práticas de ESG apenas para obtenção de benefícios privados, mas sem ter na prática preocupação com o meio ambiente e social (DHALIWAL *et al.*, 2011). Logo, os gestores podem adotar práticas de ESG para ter maior destaque na mídia como uma empresa transparente, sustentável, tendo, portanto, uma legitimidade da sociedade (GARFATTA, 2021).

Em decorrência do gerenciamento de resultados reduzir a QIC, então, acredita-se que o *value relevance* é reduzido na presença de melhores práticas discricionárias. Isso porque os números contábeis não refletem a realidade econômica e financeira da organização, prejudicando a tomada de decisão dos usuários (SCOTT, 2015). Os estudos anteriores mostram inclusive que o ESG aumenta o *value relevance* (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018; MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019). Assim, apenas o gerenciamento de resultados reduz o *value relevance*, todavia a interação do ESG e gerenciamento de resultados pode aumentar o *value relevance*.

2.2 TEORIA DOS STAKEHOLDERS

A origem do termo *Stakeholders* ocorre em 1963 mediante o memorando interno do Stanford Research Institute (BAZANINI *et al.*, 2020; DONALDSON; PRESTON, 1995). O termo nesse documento apresentava a seguinte definição: “aqueles grupos sem cujo apoio a organização não existiria” (FREEMAN; REED, 1983, p. 89). O termo ganhou relevância com a publicação do livro *Strategic Management: A Stakeholder Approach* escrito por Freeman, em 1984, levando ao surgimento da Teoria dos *Stakeholders* (BAZANINI *et al.*, 2020).

Destaca-se que *Stakeholders* na visão de Freeman (1984, p. 59, tradução nossa) são: “qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa”. Com base nessa definição, Campos e Costa (2018, p. 86) afirmam que os autores incluem como *stakeholders*: acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores e a sociedade em geral.

Essa teoria se difere da Teoria da Agência no propósito da organização. Isso porque a Teoria dos *Stakeholders* considera que o compromisso da organização é gerar valor para os seus usuários, enquanto aquela menciona que o compromisso da empresa para seus acionistas (CAMPOS; COSTA, 2018). Essa teoria considera que todos os grupos retrocitados apresentam algum interesse legítimo com a entidade. Por isso, eles participam das operações da entidade de forma a obter algum benefício, não permitindo que haja a priorização dos interesses de determinado grupo de indivíduos em detrimento de outros. Devido o foco dessa teoria em todos os envolvidos com a firma, o acionista tem interesse em garantir que os recursos sejam utilizados para benefício da sociedade (CAMPOS; COSTA, 2018; FREEMAN, 1984).

Desse modo, a Teoria dos *Stakeholders* é embasada pela doutrina dos contratos justos, a qual propõe seis princípios para direcionar o comportamento das partes envolvidas na definição das diretrizes corporativas (FREEMAN, 1984). Os princípios são: i) da entrada e da saída (contratos devem ser claros sobre os meios de entrada, saída e renegociação); ii) da governança (mudanças ocorridas em contratos devem conter consentimento unânime das partes); iii) das externalidades (se contrato entre duas partes impor um custo para terceiros, então, deve ter a opção de fazer apenas parte do contrato); iv) custos de contratação (custos de contratação são divididos entre as partes); v) agência (agente serve aos interesses de todos os stakeholders); vi) imoralidade limitada (entidade é gerida para atender aos interesses dos *Stakeholders* ao longo do tempo) (CAMPOS; COSTA, 2018; FREEMAN, 1984).

A Teoria dos *Stakeholders* sustenta que o valor é criado para a empresa quando ocorre a criação de valor para os diversos *Stakeholders* (PARMAR *et al.*, 2010). Quanto aos aspectos

epistemológicos, a Teoria dos *Stakeholders* está fundamentada em quatro ciências: “sociologia, economia, política e ética” (BAZANINI *et al.*, 2020, p. 46). Hitt, Freeman e Harrison (2008) ao analisar a Teoria dos *Stakeholders* na área de Administração menciona que esta envolve quatro temas específicos: planejamento corporativo, Teoria dos Sistemas, Responsabilidade Social Corporativa, e Teoria Organizacional.

A organização ao desenvolver aspectos econômico, ético e legal (CARROLL, 1979), mostra que ela se compromete com a sustentabilidade corporativa e na criação de valor em longo prazo, sendo que os *Stakeholders* podem punem as empresas que não possuem tais práticas (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). Portanto, o investimento em práticas ESG é uma das formas de atender às demandas dos *Stakeholders* de geração de valores em longo prazo (ZURANDA; HOUQE; ZIJL, 2018). Por isso, que estudos evidenciam que empresas com maior ESG apresentam maior valor de mercado (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019) e melhor desempenho econômico-financeiro (CRUZ; MIRANDA; RIBEIRO, 2020; FRAGA *et al.*, 2021).

2.3 ESG

O ESG representa os esforços de países, empresas e de pessoas interessadas em preservar o meio ambiente, desenvolver os aspectos sociais e de governança corporativa. Por isso, esse representa mais que uma sigla, sendo sinônimo de responsabilidade socioambiental (GRIMALDI *et al.*, 2020; LING; WAHAB, 2018; MENDES *et al.*, 2021; RUAN; LIU, 2021), reputação (CUCARI; DE FALCO; ORLANDO, 2018; GALBREATH, 2013) e credibilidade de empresas (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018; MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019).

Esse termo vem sendo discutido desde 2005, conforme relatório dos Princípios de Investimento Responsável das Nações Unidas (PIRNU). Contudo, com a pandemia houve um maior destaque, em virtude dos estudos revelarem que as entidades com melhor desempenho ESG apresentavam melhores resultados (BROADSTOCK *et al.*, 2021; RUAN; LIU, 2021). As pesquisas evidenciam que o ESG contribuiu para evitar a destruição de valores das empresas durante a crise da COVID-19 se comparada aquelas sem ou com menor desempenho ESG (WILLIS, 2020). O ESG também foi considerado como uma “vacina de capital” contra a quebra do mercado financeiro em decorrência da pandemia (WILLIS, 2020).

Conforme se percebe pela sigla, o ESG é dividido em três fatores: i) ambiental, ii) social e iii) governança corporativa. Em relação aos aspectos ambientais, os principais pontos que as empresas devem adotar e incentivar a adoção refere-se à preocupação com as mudanças climáticas, com o uso consciente da água, de energias limpas e redução da emissão de gás carbono (GALBREATH, 2013). Quanto aos aspectos sociais, espera-se que as organizações adotem práticas que incentivem a preservação dos direitos humanos, a igualdade de gênero, a saúde e segurança dos envolvidos com a empresa, inclusive na oferta de produtos (GALBREATH, 2013), o pagamento justo dos tributos (KHUONG *et al.*, 2019; YOON, B. H.; LEE; CHO, 2021). E em relação aos aspectos de governança corporativa destaca-se a independência do conselho, redução da corrupção e suborno, divulgação de relatórios que sejam fidedignos e proteção dos acionistas (GALBREATH, 2013).

Estudos internacionais evidenciam que entidades com maiores scores ESG apresentam maior retorno (ALBUQUERQUE *et al.*, 2020; ENGELHARDT; EKKENGA; POSCH, 2021); menor volatilidade (ALBUQUERQUE *et al.*, 2020; BROADSTOCK *et al.*, 2021; ENGELHARDT; EKKENGA; POSCH, 2021); menores reduções nos preços das ações (DÍAZ; IBRUSHI; ZHAO, 2021; DING *et al.*, 2021) e atraíram mais investidores (BROADSTOCK *et al.*, 2021). Com isso investidores podem optar por empresas com ESG, pois além de possuir participação em empresas que estão comprometidas com o meio ambiente, com a sociedade e com práticas de governança corporativa, ainda geram maior rentabilidade dos investimentos.

Os estudos também evidenciam que entidades com maior pontuação ESG apresentam maiores margens de lucro operacional (ALBUQUERQUE *et al.*, 2020) e apresentam maior atenuação do risco financeiro (BROADSTOCK *et al.*, 2021). Esses resultados partem da premissa que o ESG ajuda na construção do capital social e confiança na organização, sendo que isso ajudará os usuários a permanecerem leais, ajudando a organização a superar os desafios (DEMERS *et al.*, 2021). Os resultados também consideram que os investidores estão buscando investimentos éticos, isto é, em empresas que possuem práticas sustentáveis, sociais e de governança (BROADSTOCK *et al.*, 2021).

2.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Uma das preocupações tanto do mercado quanto da academia refere-se à QIC. Essa pode ser entendida como a capacidade dos números contábeis em representar fielmente a situação econômica da empresa, para isto, ela deve estar conforme as características da informação

contábil (CHEN *et al.*, 2010). Essa métrica, na prática, é difícil de ser mensurada, sendo, para isso, usadas algumas proxies, e, entre essas destacam-se o gerenciamento de resultados e o *value relevance*.

O gerenciamento de resultado é uma das métricas com uso recorrente nas pesquisas em contabilidade (GOMES; SILVA; MARTINS, 2016; ISIDRO; RAONIC, 2012). Isso é em decorrência da preocupação dos pesquisadores de tais práticas poderem reduzir a qualidade dos números divulgados e comprometer as decisões dos usuários (RODRIGUES; PAULO; MELO, 2017; SCOTT, 2015). Martinez (2001) alega que essa prática pode ser prejudicial, visto que pode conduzir a ineficiências alocativas de capital pelos usuários em empresas que não sustentam os resultados divulgados nos relatórios contábeis.

O gerenciamento de resultados é definido como uma intervenção dos gestores nos números divulgados nos relatórios contábeis, visando alcançar algum benefício particular (SCHIPPER, 1989). Dessa maneira, os números divulgados afetam as decisões dos usuários, visto que são apresentados a eles um desempenho que na realidade não existe (HEALY; WAHLEN, 1999). Considerando essa visão, o gerenciamento de resultados é uma atuação intencional dos gestores com a finalidade de manejar artificialmente os números divulgados para que esses não representem a realidade do negócio (MARTINEZ, 2001). O gerenciamento de resultados também pode ocorrer quando há um alinhamento entre os interesses do acionista controlador e dos gerentes à custa dos acionistas não controladores (JOIA; NAKAO, 2014).

Faria Júnior, Machado e Dantas (2021) mencionam que alguns estudos tipificam o gerenciamento de resultado como uma forma de fraude contábil, mas que em sua maioria os estudos tratam como pontos diferentes. A principal diferença reside no fato de que o gerenciamento de resultados representa a ação discricionária dos gestores dentro das normas, enquanto a fraude representa a ação dos gestores em desobediência às normas (DECHOW; SKINNER, 2000; MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007).

Os gestores possuem diferentes motivos para adoção de práticas discricionárias. Healy e Wahlen (1999) agruparam elas em três grupos: i) motivações vinculadas ao mercado de capital; ii) motivações contratuais e iii) motivações regulamentares e custos políticos. As motivações vinculadas ao mercado de capital visam alterar a percepção dos usuários sobre o risco dos investidores em investir na empresa. As contratuais focam na relação entre o agente e principal, mediante as políticas de remuneração e entre a organização e o mercado de crédito.

Já nas regulamentares e custos políticos o foco é em lucros de monopólios, redução da tributação e regulação (COELHO; LIMA, 2009; HEALY; WAHLEN, 1999; SCOTT, 2015).

Como o estudo foca no *value relevance*, o foco das motivações se concentrará naquelas vinculadas ao mercado de capital. Os principais incentivos que levam os gestores a adotarem práticas de gerenciamento de resultados nesse caso são: i) evitar a divulgação de perdas, ii) reduzir a flutuação dos resultados, iii) atender às expectativas de lucro dos analistas, iv) evitar reportar pequenos prejuízos, v) sustentar o desempenho recente, vi) piorar o resultado corrente para melhorar resultados futuros e vii) gerar resultado para pagamento de dividendos (MARTINEZ, 2001, 2008; SCOTT, 2015).

A medição do gerenciamento de resultados ocorre mediante modelos estatísticos. Carvalho *et al.* (2014) verificaram que, entre os modelos mais usados para identificação dos *accruals* discricionários, estão: Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kothari, Leone e Wasley (2005) e Pae (2005). Todos esses modelos são controlados por setor e ano, visto que características específicas do ano e do setor podem levar os gestores a adoção de práticas discricionárias (SCOTT, 2015).

Jones (1991) é o primeiro a propor a captura dos *accruals discricionários* mediante uma regressão por ano e setor, sendo que antes os *accruals* não discricionários eram: a média (HEALY, 1985), a média defasada (DEANGELO, 1986) e a mediana por setor (DECHOW; SLOAN, 1991). O modelo de Jones (1991) é base para os demais, uma vez que os anteriores usam as variáveis desse modelo, com acréscimo de novas variáveis e mudanças na forma de apuração dos *accruals*.

Apesar da sua relevância, os modelos têm limitações por não serem capazes de mensurar todas as ações não discricionárias dos gestores (CALLAO; JARNE; WRÓBLEWSKI, 2017; JACKSON, 2018). A maioria dos modelos se limitam às variações de receitas e de clientes e ao total dos ativos imobilizados, intangíveis e diferido - *Property, Plant, and Equipment* (PPE) (JACKSON, 2018). Na visão de Jackson (2018), o crescimento das vendas e o valor do PPE são condutores razoáveis e intuitivos do valor da empresa. Para o autor, o poder explicativo do modelo de Jones é de, aproximadamente, 10% da variação dos *accruals*, enquanto o modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005), entre 10% e 12%, mesmo com a inclusão do controle normal de *accruals* condicional ao ROA.

Pae (2005), por sua vez, acrescenta três variáveis explicativas ao modelo de Jones (1991): i) fluxos de caixa operacional do período, ii) fluxos de caixa operacional defasado e iii)

accruals total defasado. Com esse procedimento, o autor considera que os *accruals* e fluxos de caixa se revertem dentro do período de um ano. Rodrigues et al. (2019) encontraram que a reversão dos *accruals* é no primeiro trimestre do ano subsequente. Considerando as características desses três modelos, ao longo da tese, o modelo principal será o de Pae (2005).

Em decorrência dos modelos serem oriundos de técnicas econométricas, essas são consideradas complexas e de difícil aplicação pelos usuários do mercado, sendo, empregadas com maior frequência em contexto acadêmico (COELHO; LIMA, 2009). Outro problema que pode surgir ao utilizar técnicas econométricas é que elas podem conter erros de medição econômica, principalmente se houver aumento das atividades de financiamentos externo líquido (SHAN; TAYLOR; WALTER, 2012). Além da *proxy* gerenciamento de resultados há a outra *proxy* usada para QIC no estudo que é o *value relevance*.

2.5 VALUE RELEVANCE

O *value relevance* pode ser entendido como a utilidade da informação contábil para o usuário precificar os ativos (FRANCIS; SCHIPPER, 1999). O *value relevance* considera o quanto a informação contábil afeta o preço das ações na média do mercado, não sendo específico para um investidor (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001). Esse é medido como a relação significativa entre as divulgações da empresa e o preço das ações (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008).

O modelo considera o lucro e o patrimônio líquido como as informações contábeis que afetam o preço da ação (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022). Assim, quanto melhor for a QIC maior se espera que seja o R^2 evidenciando maior relação com o preço da ação (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008; MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; PRISCILA; PEIXOTO; MARTINS, 2021).

Na área da pesquisa contábil, os estudos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) são considerados seminais para análise da relação entre a divulgação de informações contábeis e o valor da empresa (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022). Isso porque eles demonstraram como a informação contábil pode apresentar uma relação significativa com o preço das ações (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968).

Ball e Brown (1968) analisaram a relação da divulgação do lucro contábil anormal (acima da expectativa do mercado) e o preço das ações no período de 1957 a 1965. Eles encontraram que o preço da ação é afetado pelo lucro anual, e, caso o lucro seja diferente da

expectativa do mercado, este irá reagir na mesma direção. Beaver (1968) considerou que o anúncio dos lucros pode alterar a expectativa do mercado em relação aos fluxos futuros de forma a impulsionar a reação do mercado aumentando os preços das ações.

De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001), apesar da relação entre informação contábil e preço das ações ser investigada desde a década 1960, foi apenas em 1993 que ele recebeu esse nome com o estudo de Amir, Harris e Venuti (1993). Amir, Harris e Venuti (1993) investigaram se há *value relevance* entre os ajustes de reconciliação do lucro contábil e patrimônio líquido ao padrão contábil norte-americano para as empresas estrangeiras.

A construção teórica ocorre em 1995 com a proposta de Ohlson (1995). O autor trata o valor da organização em função do patrimônio líquido acrescido das parcelas residuais do lucro líquido (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022). Esse modelo se fundamenta em três suposições: i) o valor da entidade é em função do valor presente dos dividendos futuros esperados; ii) o valor da empresa desconsiderando os dividendos, em que ele se baseia apenas em dados contábeis, uma vez que o patrimônio contábil é alterado em cada período, principalmente devido ao resultado do exercício que não foi distribuído como dividendo; iii) com base na dinâmica das informações lineares, no qual relaciona os resultados anormais futuros com as variáveis contábeis já realizadas (FERREIRA; CARMO; RIBEIRO, 2020).

O modelo de Ohlson, especifica que o valor da entidade é definido pelos seus valores contábeis: lucro e patrimônio líquido (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; PRISCILA; PEIXOTO; MARTINS, 2021). Portanto, esse modelo desconsidera a relevância dos dividendos, bem como parte do pressuposto que o mercado é eficiente (FERREIRA; CARMO; RIBEIRO, 2020). Esse modelo teórico foi testado por Collins, Maydew e Weiss (1997), sendo considerado o principal modelo para as pesquisas de *value relevance*.

Collins, Maydew e Weiss (1997), define que o valor de uma empresa é expresso em função dos lucros e do patrimônio líquido. Os autores destacam que o patrimônio líquido tem maior relevância que o lucro líquido para a previsão dos resultados futuros, em decorrência de aumento na frequência e magnitude de itens extraordinários, alteração do tamanho da empresa, e aumento crescente de resultados negativos (COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997; PRISCILA; PEIXOTO; MARTINS, 2021). Portanto, a informação contábil é relevante quando ela reduz as incertezas e aumentam o nível de precisão para a determinação do lucro futuro (FERREIRA; CARMO; RIBEIRO, 2020).

Holthausen e Watts (2001) classificam os estudos sobre *value relevance* em três categorias: i) estudos de associação relativa ii) associação incremental; e iii) estudos de conteúdo informacional. A associação relativa compara o valor de mercado e/ou mudanças nos valores e métricas contábeis. Os autores citam como exemplo, examinar se a associação dos lucros usando determinado padrão contábil é mais associado aos valores de mercado (em janelas longas) do que os lucros apurados por outro padrão contábil. Para isso, os estudos testam as diferenças no R^2 de regressões usando diferentes números contábeis, sendo que número contábil com maior R^2 é mais relevante.

Os estudos de associação incremental analisam se determinada informação contábil de interesse explica o valor ou retornos (em janelas longas) considerando a inclusão de outras variáveis especificadas. A relevância ocorre se houver diferença estatisticamente significativa (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). Os autores citam como exemplo, a análise incremental do valor justo de derivativos no valor de mercado para itens dentro e fora do balanço. Em decorrência deste estudo testar se a inclusão do ESG está estatisticamente associado ao preço da ação, o estudo irá investigar a associação incremental.

Estudos de conteúdo de informações marginais analisam se a divulgação de determinado número contábil aumenta significativamente as informações para os investidores. As pesquisas nessa categoria estão focados em estudos de eventos (estudos de retorno em uma janela curta) a fim de determinar se a liberação de um número contábil está associada a alterações de valor. As mudanças significativas no preço são consideradas evidências de relevância de valor (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). Os estudos normalmente investigam se uma mudança em determinada norma contábil aumenta a relevância no preço das ações.

2.6 ESTUDOS ANTERIORES: ESG E *VALUE RELEVANCE*, ESG E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E *VALUE RELEVANCE* E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O Quadro 1 apresenta alguns estudos anteriores que trataram da relação entre ESG e gerenciamento de resultados (painel A), entre ESG e *value relevance* (painel B) e entre *value relevance* e gerenciamento de resultados (painel C).

Quadro 1 – Estudos anteriores sobre ESG, value relevance e gerenciamento de resultados
continua...

Autor (ano)	Objetivo	Metodologia	Resultados
Painel A – Relação entre ESG e gerenciamento de resultados			
Ji <i>et al.</i> (2019)	Avaliar os efeitos da gestão sustentável no gerenciamento de resultados baseado em <i>accruals</i> e ganhos reais.	A amostra é composta por 1.418 observações de empresas da Coreia do Sul. O período amostral é de 2015 a 2017. Os <i>accruals</i> <i>discricionários</i> foram calculados pelo modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e gerenciamento real pelo modelo de Cohen e Zarowin (2010) que é baseado no estudo de Roychowdhury (2006). O ESG foi coletado na base de dados do Korea Business Council for Sustainable Development (KBCSD)	Houve associação negativa entre ESG social e <i>accruals</i> <i>discricionários</i> , enquanto o ESG ambiental não apresentou relação significativa. Para o gerenciamento operacional, o FCO anormal, Custo de produção anormal e despesas administrativas e gerais anormais apresentaram relação negativa com ESG social e não significativa com o ESG ambiental.
Garfatta (2021)	Examinar a relação entre ESG e gerenciamento de resultados na Arábia Saudita após a adoção obrigatória das IFRS.	A amostra é composta por 277 observações de empresas sauditas no período de 2017 a 2019. Os <i>accruals</i> <i>discricionários</i> foram medidos pelo modelo de Jones (1991), enquanto o ESG foi coletado na base Bloomberg. Os autores utilizam o método	Os resultados mostram que as empresas com maior nível de ESG apresentam maior comportamento <i>discricionário</i> , corroborando a teoria da agência. Isso sugere que os gestores se envolvem em atividades ESG antecipadamente para ocultar seus erros e convencer as partes interessadas de que a organização é transparente.
Velte (2019)	Analisar a relação entre o score ESG e cada componente com o gerenciamento por <i>accruals</i> e por atividade real.	A amostra é composta por 548 observações de empresas alemãs no período 2011-2017. Os dados do ESG foram coletados na base Thompson. Foi usado o modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005) para medir gerenciamento com base em <i>accruals</i> e o modelo de Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2008) que é baseado no estudo de e Roychowdhury (2006) para gerenciamento de atividade real.	Os resultados evidenciam que o score ESG tem influência negativa sobre o gerenciamento por <i>accruals</i> , mas não tem relação com o gerenciamento de atividade real. Na análise por cada componente do ESG percebe-se que o score de governança corporativa tem o impacto negativo mais forte no gerenciamento por <i>accruals</i> do que o desempenho ambiental e social. Pesquisa também mostra que há uma relação bidirecional entre o desempenho ESG e o gerenciamento de resultados.
Chouaibi e Zouari (2021)	Examinar a relação entre as práticas de RSC e o nível de gerenciamento de resultados reais de uma amostra de empresas pertencentes ao índice ESG de cinco países europeus.	Amostra composta por 5.557 observações de entidades de cinco países da Europa: França, Dinamarca, Suécia, Espanha e Alemanha. Os dados relativos ao ESG foram coletados na plataforma Thompson. O gerenciamento	O ESG apresentou relação estatisticamente significativa e negativa com o nível de gerenciamento real de resultados.

		real foi medido pelos modelos de Cohen, Dey e Lys (2014) que é baseado no estudo de Roychowdhury (2006)	
Grimaldi <i>et al.</i> (2020)	Explorar o efeito do engajamento de sustentabilidade nas práticas de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> nas empresas italianas em 2018 (após a implementação do Decreto Legislativo nº 254/2016 sobre a divulgação de informações não financeiras).	A amostra foi composta por 60 organizações listadas na Bolsa de Valores italiana. O gerenciamento de resultados foi medido pelo modelo de DeFond e Park (2001). Os dados ESG foram coletados na base Thompson Refinitiv.	Os resultados revelaram que há uma relação ligeiramente negativa entre o ESG e o gerenciamento de resultados.
Gonçalves, Gaio e Ferro (2021)	Analisar a relação entre gerenciamento de resultados e responsabilidade social corporativa (ESG)	Amostra composta por 3.444 observações no período 2010-2018 de empresas de 17 países da Europa. O ESG foi com base em dados coletados na Refinitiv Eikon. Os modelos usados para medir gerenciamento de resultados foram Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005).	Houve relação negativa entre gerenciamento de resultados e ESG, indicando que gestores de empresas com maior RSC apresentam comportamento mais ético, divulgando relatórios financeiros com maior qualidade. Os resultados também evidenciam que os ciclos econômicos e o desempenho financeiro desempenham papéis importantes na relação entre gerenciamento de resultados e RSC. Houve relação positiva entre ESG e gerenciamento de resultados em períodos de crise ou de perdas, indicando que em condições econômicas desfavoráveis, os gestores usam de forma oportunista o status de organização sustentável para gerenciar os resultados.
Velte (2021)	Examinar a relação entre desempenho ambiental, desempenho de carbono e gerenciamento de resultados.	O desempenho ambiental foi coletado na base de dados Thomson Reuters. O gerenciamento real foi medido pelo modelo de Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2008) que é baseado no estudo de e Roychowdhury (2006). Os <i>accruals</i> <i>discricionários</i> foram medidos pelo modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005). A amostra é composta por 1.509 empresas de 17 países da Europa que compõem a lista das Stox Europe 600.	Os resultados indicam que maior desempenho ambiental e de carbono reduz o gerenciamento por <i>accruals</i> , porém aumenta o gerenciamento por ganhos reais. O autor utilizou o teste de Granger para verificar causalidade, não sendo encontrado indícios de uma relação bidirecional.
Painel B – Relação entre ESG e <i>value relevance</i>			

Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Gonçalves (2018)	Analisar se o ESG influencia significativamente a valorização da empresa.	Amostra composta por 276 observações de empresas brasileiras não financeiras no período de 2010 a 2015. O <i>value relevance</i> foi medido pelo modelo de Ohlson (1995). O ESG foi coletado na Plataforma Thomson Reuters Eikon.	Os resultados mostram que o ESG aumenta o preço da ação, porém o mercado não valoriza todos os componentes do ESG. O mercado valoriza positiva e significativamente as práticas ambientais (empresas não relacionadas a indústrias ambientalmente sensíveis), sociais e governança corporativa (empresas pertencentes a esses setores sensíveis).
Zuraida, Houge e Zijl (2018)	Analisar a relação entre os fatores ESG no preço das ações.	A amostra é composta por 11.455 observações de empresas não financeiras de 38 países no período 2008 a 2012. Os dados ESG foram coletados na plataforma Bloomberg. O <i>value relevance</i> foi calculado conforme modelo de Barth, Beaver e Landsman (2001) e Ota (2006) que foram adaptados do estudo de Ohlson (1995).	Os resultados evidenciam que tanto o ESG geral quanto cada um dos componentes apresentaram relação significativa e positiva com o preço das ações.
Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Redondo-Hernández (2019)	Examinar se o desempenho ESG dos bancos comerciais fornece informações relevantes e tem influência significativa no preço das ações no período 2002-2015.	A amostra é composta por 51 bancos de 20 países no período de 2002 a 2015. O ESG foi coletado na base Thomson Reuters Eikon. O <i>value relevance</i> foi calculado conforme modelo de Barth e Clinch (2009) que foi adaptado do estudo de Ohlson (1995).	Os resultados revelam que os investidores valorizam os três pilares ESG de maneira diferente. Isso porque o desempenho ambiental e de governança corporativa apresentaram relação significativa e positiva, enquanto o social apresentou relação significativa e negativa.
Painel C – Relação entre gerenciamento de resultados e <i>value relevance</i>			
Durán-Vázquez, Lorenzo-Valdés e Sanmartín-Reyna (2012)	Analisar a relação entre <i>accruals discricionários</i> e <i>value relevance</i> .	A amostra foi composta por 19 empresas mexicanas analisadas trimestralmente no período 2000-2011. Os <i>accruals</i> foram calculados pelo modelo de Jones (1991). O modelo de <i>value relevance</i> foi com base no estudo de Ohlson (1995).	Os resultados evidenciam que há uma relação negativa entre <i>accruals discricionários</i> e o preço da ação. Com base nisso, conclui-se que o gerenciamento de resultado reduz a qualidade da informação contábil, afetando o preço das ações.
Shan (2015)	Investigar se o gerenciamento de resultados reduz o nível de <i>value relevance</i> e se a boa governança corporativa restringe o gerenciamento de resultados	A amostra é composta por 1.012 observações de empresas não financeiras listadas na Bolsa de Shangai. O <i>value relevance</i> foi mensurado pelo modelo de Ohlson (1995) e o gerenciamento de resultados pelo modelo de Jian e Wong (2010).	Os resultados evidenciam que há uma relação negativa entre gerenciamento de resultados e o preço da ação. Os autores também identificaram que empresas com boas práticas de governança corporativa são mais propensas a restringir o gerenciamento de resultados

Oliveira e Cavalcante (2018)	Verificar o reflexo dos <i>accruals discricionários</i> na avaliação de empresas brasileiras de capital aberto.	A amostra foi composta por 1.170 observações de empresas não financeiras brasileiras. O <i>value relevance</i> foi medido pelo modelo de Ohlson (1995) e o gerenciamento de resultados pelo modelo de Dechow <i>et al.</i> (2012).	Os resultados evidenciam que há relação positiva entre <i>accruals discricionários</i> e o preço das ações no modelo OLS, tanto para os <i>accruals</i> gerados pela regressão quantílica quanto pelos gerados no modelo MQO.
------------------------------	---	--	---

Fonte: Elaborado pelo autor

A presente pesquisa avança em relação aos estudos de Velte (2019, 2021), Chouaibi e Zouari (2021), Grimaldi *et al.* (2020) e Velte (2019 e 2021), Garfatta (2021) e Gonçalves, Gaio e Ferro (2021) e Velte (2019, 2021) pelo uso de três modelos de gerenciamento, sendo que a maioria utilizou um único modelo. Além disso, a presente pesquisa utiliza o modelo de Pae (2005), que é mais completo por incluir: i) fluxos de caixa operacional do período, ii) fluxos de caixa operacional defasado e iii) *accruals* total defasado. A inclusão dos dados defasados implicam na classificação dos *accruals* totais em esperados e inesperados. Isso porque se os *accruals* correntes estiverem associados ao FCO e *accruals* defasados, eles serão classificados em *accruals* esperados. Todavia, o modelo de Jones (1991) associa os *accruals* inesperados ao FCO e *accruals* dos períodos anteriores. Portanto, o aumento do modelo de Jones (1991) com FCO e *accruals* defasados pode melhorar o poder explicativo e preditivo do modelo de Jones (1991) e reduzir o problema de classificação incorreta (PAE, 2005).

O estudo avança em relação ao de Gonçalves, Gaio e Ferro (2021), pois eles analisaram a crise da subprime (2010-2012), mediante o uso de uma *dummy*. Nesta tese, é analisada o período da crise da Covid-19 (2020-2021), comparando períodos, trazendo resultados mais robustos. Considerando a Teoria dos *Stakeholders* de que as empresas com maior ESG tendem a apresentar maior nível de QIC, e, com base nos estudos de Chouaibi e Zouari (2021), Ji *et al.* (2019) e Velte (2019, 2021) de que empresas com maior ESG realizam menores práticas de gerenciamento de resultado formula-se a primeira hipótese.

H1: As empresas com maior ESG apresentam menor nível de gerenciamento de resultados.

Em relação aos estudos apresentados no Painel B (Quadro 1), a presente pesquisa acrescenta ao estudo de Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Gonçalves (2018) ao analisar todos os países da América Latina, uma vez que eles analisaram apenas o Brasil. O estudo também avança em relação aos estudos de Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Redondo-Hernández

(2019) e Zuraida, Houqe e Zijl (2018) por analisar isoladamente cada país da amostra, enquanto eles analisaram de forma conjunta.

Conforme a Teoria dos Stakeholders, as empresas que divulgam mais informações de desempenho ESG normalmente tendem a apresentar uma informação contábil com maior nível de confiança, o que pode contribuir para a melhor precificação dos ativos pelos usuários. Assim, considerando os estudos de Miralles-Quirós, Miralles-Quirós, Gonçalves (2018), Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Redondo-Hernández (2019) e Zuraida, Houqe e Zijl (2018) de que empresas com maiores scores de ESG apresentam maior preço da ação elabora-se a segunda hipótese.

H2: As empresas com maior ESG apresentam maior value relevance.

Quanto aos estudos apresentados no Painel C (Quadro 1), esta tese avança, pois além dessa análise também realiza a interação do ESG com gerenciamento de resultados para explicar o *value relevance*. A presente pesquisa avança em relação aos estudos de Durán-Vázquez, Lorenzo-Valdés e Sanmartín-Reyna (2012) e Oliveira e Cavalcante (2018), pois além de analisar de forma geral a América Latina, investiga outros quatro países (Argentina, Chile, Colômbia e Peru), além de apresentar dados mais recentes dos Brasil e México. A presente pesquisa também se diferencia por considerar três modelos de gerenciamento de resultados, visto que Durán-Vázquez, Lorenzo-Valdés e Sanmartín-Reyna (2012) usaram apenas Jones (1991) e Oliveira e Cavalcante (2018) apenas o modelo de Dechow *et al.* (2012).

Pela perspectiva da Teoria da Agência, as empresas com melhores práticas discricionárias tendem a apresentar menor QIC. Dessa forma, ao considerar as pesquisas de Durán-Vázquez, Lorenzo-Valdés e SanMartín-Reyna (2012) e Shan (2015) de que os *accruals discricionários* reduzem a QIC, e, por conseguinte o preço da ação, formula-se a terceira hipótese:

H3: As empresas com maior nível de gerenciamento de resultados apresentam menor value relevance.

Por fim, considerando a Teoria dos *Stakeholders* de que o ESG reduz o gerenciamento de resultados discricionários (CHOUAIBI; ZOUARI, 2021; JI *et al.*, 2019; VELTE, 2019, 2021), e, da Teoria da Agência que maiores valores de *accruals discricionários* reduzem o

value relevance (DURÁN-VÁZQUEZ; LORENZO-VALDÉS; SANMARTÍN-REYNA, 2012; SHAN, 2015), formula-se a quarta hipótese.

H₄: A interação entre ESG e gerenciamento de resultados aumenta o *value relevance*.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 CLASSIFICAÇÃO EPISTEMOLÓGICA

A presente pesquisa está classificada epistemologicamente no paradigma funcionalista (BURRELL; MORGAN, 1979) que também é identificado como positivista. Nesse paradigma os estudos analisam a realidade de forma objetiva, buscando a produção de evidências e leis que possam ser generalizadas (CHUA, 2005). O positivismo, conforme *framework* proposto por Burrell e Morgan (1979) está classificado no quadrante que envolve a primeira dimensão (objetivo) e segunda dimensão (sociologia da regulação).

Por ser um estudo positivista, ao considerar a primeira dimensão, a forma como se percebe a realidade (ontologia) é a do realismo, isto é, a realidade é externa, existe de forma independente do indivíduo (BURRELL; MORGAN, 1979). Os dados nesse paradigma são analisados de fora, isto é, sem a interferência do pesquisador, que atua apenas como um observador. A natureza metodológica do estudo é nomotético, isto é, há um maior rigor científico e uso intenso de técnicas quantitativas para análise dos dados (BURRELL; MORGAN, 1979). Em relação à segunda dimensão o estudo está focado na sociologia da regulação, isto é, no *status quo* e na ordem social (BURRELL; MORGAN, 1979).

3.2 COLETA DOS DADOS

Os dados para a elaboração desta tese foram coletados na Plataforma Refinitiv Eikon®. A amostra foi composta por 11.916 observações de empresas de 13 países da América Latina no período de 2010 a 2021 com dados disponíveis na referida base. A amostra final ficou com 1.419 observações, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra pesquisa por país

	Amostra inicial	País não ESG	Setor financeiro	Dados faltantes	Amostra final
Argentina	876	-	96	682	98
Brasil	4.308	-	504	3.141	663
Chile	2.088	-	384	1.481	223
Colômbia	516	-	168	285	63
Equador	84	84	-	-	
Jamaica	624	624	-	-	
México	1.668	-	300	1.080	288
Panamá	12	12	-	-	
Peru	1.188	-	228	876	84
Santa Lucia	12	12	-	-	

continua...

Trinidade e Tobago	216	216	-	-	
Ilhas Turcas e Caicos	12	12	-	-	
Venezuela	312	312	-	-	
Total	11.916	1.272	1.680	7.545	1.419

Fonte: Elaborada pelo autor

Da amostra inicial excluiu-se inicialmente 1.272 observações referente aos países que não apresentavam ESG, sendo eles: Equador, Jamaica, Santa Lúcia, Trinidad e Tobago, Ilhas Turcas e Caicos e Venezuela. O Panamá tinha apenas uma empresa que apresentou ESG nos últimos cinco anos, mas devido a análise por país não seria possível segregá-los, e, por isso também realizou a sua exclusão.

O setor financeiro foi excluído, totalizando 1.680 observações. A exclusão desse setor ocorreu devido o cálculo do gerenciamento de resultado ser realizado por meio das Despesas com Devedores Duvidosos (MARTINEZ, 2006). Além disso, este setor também possui regulação própria do Bacen que também pode influenciar no value relevance. Posteriormente foram excluídas 7.545 observações de empresas que faltavam dados de uma ou mais variável. Os dados foram winsorizados ao nível de 95% com o propósito de tratamento dos *outliers*.

3.3 TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados foram tratados em modelos de regressão com painel curto não balanceado. Foram aplicados os testes F-Chow, Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan e Hausman para verificar se o painel tem efeitos POLS, fixos ou aleatórios. Também verificou se havia problema de multicolinearidade pelo teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), sendo considerado como sem presença de multicolinearidade um VIF inferior a 5,0, visto que acima desse valor há presença de correlação forte entre as variáveis explicativas (AKINWANDE; DIKKO; SAMSON, 2015).

A relação entre os *accruals discricionários* e ESG e análise bidirecional teve efeitos fixos para os modelos Jones (1991) e Pae (2005) e efeitos aleatórios para o modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005). Os demais modelos utilizados na tese foram todos com efeitos fixos, sendo controlado setor, ano e país.

Além da regressão aplicou-se o teste de Wilcoxon para amostras pareadas para comparar o gerenciamento de resultados, preço das ações e o ESG antes e após o início da pandemia. Para este teste considerou apenas os anos de 2018 a 2021, visto que ele tem como premissa que as mesmas empresas estejam tanto antes quanto após o evento para que seja identificada o impacto do tratamento (pandemia) na empresa. Logo, considerou o 2018-2019 como o período anterior

e 2020-2021 após o início da pandemia, cuja amostra ficou composta por 262 observações em cada período.

3.4 MENSURAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Os *accruals* totais foram calculados conforme metodologia direta (fluxo de caixa) apresentada na Equação 1.

$$Accruals_{i,t} = \frac{(LL_{i,t} - FCO_{i,t})}{A_{i,t-1}} \quad (1)$$

Em que: *Accruals*: *accruals* totais da empresa *i* no ano *t* pelo método do fluxo de caixa; LL: lucro líquido da empresa *i* no período *t*; FCO: fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t*; A: ativo total da empresa *i* no período *t-1*.

Em decorrência do uso de três modelos para estimação dos *accruals* discricionários, a variável *accruals discricionários* (AD) será chamada pelos seguintes nomes: J1991, K2005 e P2005 para se referir aos modelos de Jones (1991), Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) e Pae (2005), respectivamente. A Equação 2 apresenta o cálculo dos *accruals discricionários* (resíduos da regressão) pelo modelo de Jones (1991).

$$Accruals_{i,t} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que: *Accruals*: *accruals* totais da empresa *i* no ano *t* pelo método do fluxo de caixa; ΔR : variação da receita da empresa *i* no ano *t* em relação ao *t-1*, dividida pelo ativo total do ano *t-1*; PPE: a soma dos imobilizados, intangíveis e diferidos da empresa *i* no ano *t* dividida pelo ativo total do ano *t-1*.

O modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) é calculado conforme Equação 3.

$$Accruals_{i,t} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que: *Accruals*: *accruals* totais da empresa *i* no ano *t* pelo método do fluxo de caixa; ΔR : variação da receita da empresa *i* no ano *t* em relação ao *t-1*, dividida pelo ativo total do ano *t-1*; ΔCR : variação de clientes de curto prazo da empresa *i* no ano *t* em relação ao *t-1*, dividida pelo ativo total do ano *t-1*; PPE: a soma dos imobilizados, intangíveis e diferidos da empresa *i*

no ano t dividida pelo ativo total do ano $t-1$; ROA: retorno sobre ativos da empresa i no ano t , calculado pela divisão do lucro operacional pelo ativo total.

A Equação 4 apresenta o cálculo dos *accruals discricionários* no modelo de Pae (2005).

$$Accruals_{it} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{FCO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_5 \left(\frac{FCOD_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_6 \left(\frac{Accruals_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que: *Accruals*: *accruals* totais da empresa i no ano t pelo método do fluxo de caixa; ΔR : variação da receita da empresa i no ano t em relação ao $t-1$, dividida pelo ativo total do ano $t-1$; PPE: a soma dos imobilizados, intangíveis e diferidos da empresa i no ano t dividida pelo ativo total do ano $t-1$; FCO: fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t , dividido pelo ativo total do ano $t-1$; FCOD: fluxo de caixa operacional defasado em um ano.

Destaca-se que os *accruals discricionários* foram colocados em módulos, visto que a interpretação considera apenas o gerenciamento e não o sinal do gerenciamento.

3.5 MENSURAÇÃO DO *VALUE RELEVANCE*

O *value relevance* foi calculado conforme modelo de *valuation* proposto por Ohlson (1995), e testado empiricamente por Collins, Maydew e Weiss (1997). O modelo contempla o valor do Patrimônio Líquido e do Lucro Líquido como variáveis que afetam o valor de mercado da empresa. O preço da ação fica em função do Lucro por Ação (LPA) e do Valor Patrimonial da Ação (VPA) (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019), conforme a Equação 5.

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que: P: preço da ação da empresa i no período $t+1$; LPA: Lucro líquido por ação da empresa i no período t ; VPA: Valor patrimonial por ação da empresa i no período t .

O preço da ação considerado foi de 30 de abril do ano subsequente à divulgação do resultado que ocorre em 31 de dezembro. O *value relevance* é medido pela associação incremental, isto é, se o ESG estiver estatisticamente associado com o preço da ação.

3.6 VARIÁVEL ESG

A variável ESG usada nesta pesquisa refere-se a um *score* calculado e disponibilizado na base de dados da Refinitiv. Esse *score* é composto por mais de 630 indicadores, sendo que a Refinitiv divulga essa informação para mais de 85% do valor de mercado global (REFINITIV EIKON®, 2022). As pontuações ESG dessa base medem o desempenho, o comprometimento e a eficácia das práticas ESG de uma empresa, considerando os dados divulgados pela empresa.

As pontuações de classificação percentil são simples de entender (disponíveis em porcentagens e notas de letras de D- a A+). As pontuações são baseadas no desempenho relativo dos fatores ESG com o setor da empresa (para ambiental e social) e o país de incorporação (para governança). A métrica utiliza 10 categorias apuradas nos três componentes – ambiental, social e governança corporativa. No componente ambiental há 3 categorias: uso de recursos; emissões e inovações; no social são 4 categorias: força de trabalho, direitos humanos, comunidade e produtos responsáveis e no componente de governança corporativa há 3 categorias: gestão, shareholders e estratégia de RSC.

Cada um dos componentes, suas categorias e definição são expostos no Quadro 2.

Quadro 2 – Componentes do ESG, categorias e definição conforme base Refinitiv

continua...

Componente	Categoria	Definição
Ambiental	Pontuação de uso de recursos	A pontuação de uso de recursos reflete o desempenho e a capacidade de uma empresa de reduzir o uso de materiais, energia ou água e encontrar soluções mais ecoeficientes, melhorando o gerenciamento da cadeia de suprimentos.
	Pontuação de redução de emissões	A pontuação de redução de emissões mede o compromisso e a eficácia de uma empresa em reduzir as emissões ambientais em seus processos operacionais e de produção.
	Pontuação de inovação	A pontuação de inovação reflete a capacidade de uma empresa de reduzir os custos e encargos ambientais para seus clientes, criando assim novas oportunidades de mercado por meio de novas tecnologias e processos ambientais ou produtos com design ecológico.
Social	Pontuação da força de trabalho	A pontuação da força de trabalho mede a eficácia de uma empresa em termos de proporcionar satisfação no trabalho, um local de trabalho saudável e seguro, mantendo a diversidade e igualdade de oportunidades e oportunidades de desenvolvimento para sua força de trabalho.
	Pontuação de direitos humanos	A pontuação de direitos humanos mede a eficácia de uma empresa em termos de respeitar as convenções fundamentais de direitos humanos.
	Pontuação da comunidade	A pontuação da comunidade mede o compromisso da empresa em ser um bom cidadão, proteger a saúde pública e respeitar a ética nos negócios.
	Pontuação de responsabilidade do produto	A pontuação de responsabilidade do produto reflete a capacidade de uma empresa de produzir bens e serviços de qualidade, integrando saúde e segurança do cliente, integridade e privacidade de dados.

Governança	Pontuação de gestão	A pontuação de gestão mede o compromisso e a eficácia de uma empresa em seguir os princípios de melhores práticas de governança corporativa.
	Pontuação dos acionistas	A pontuação dos acionistas mede a eficácia de uma empresa em relação ao tratamento igualitário dos acionistas e ao uso de dispositivos anti-aquisição.
	Pontuação da estratégia de RSC	A pontuação da estratégia de RSC reflete as práticas de uma empresa para comunicar que ela integra as dimensões econômica (financeira), social e ambiental em seus processos de tomada de decisão do dia a dia.

Fonte: (REFINITIV EIKON®, 2022, p. 22)

A pontuação do componente ESG é uma soma relativa dos pesos das categorias, que variam por setor para as categorias ambientais e sociais. Para governança, os pesos permanecem os mesmos em todos os setores. Os pesos dos componentes são normalizados em porcentagens que variam entre 0 e 100. A base estabelece também um quadro mostrando o valor do score e o grau que a empresa está classificada, conforme exposto no Quadro 3.

Quadro 3 – Score ESG e grau de classificação

Ranking de score	Grau	Descrição
0,00 a 0,083333	D-	A pontuação 'D' indica desempenho ESG relativo ruim e grau insuficiente de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0,083334 a 0,166666	D	
0,16667 a 0,250000	D+	
0,25001 a 0,333333	C-	A pontuação 'C' indica desempenho ESG relativo satisfatório e grau moderado de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0,333334 a 0,416666	C	
0,416667 a 0,500000	C+	
0,500001 a 0,583333	B-	A pontuação 'B' indica um bom desempenho ESG relativo e um grau de transparência acima da média na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0,583334 a 0,666666	B	
0,666667 a 0,750000	B+	
0,750001 a 0,833333	A-	A pontuação 'A' indica excelente desempenho ESG relativo e alto grau de transparência na divulgação pública de dados ESG relevantes.
0,833334 a 0,916666	A	
0,916667 a 1,000000	A+	

Fonte: (REFINITIV EIKON®, 2022, p. 7)

Com base no Quadro 3, quanto mais a empresa adotar práticas ESG maior será a nota obtida por ela no que se refere ao desempenho e transparência.

3.7 MODELOS ECONOMÉTRICOS

Para a responder ao objetivo proposto foram utilizados 4 modelos. O primeiro analisa a relação entre o ESG e o gerenciamento de resultados. Esse modelo é adaptado dos estudos de Velte (2016, 2019), sendo apresentado na Equação 6.

$$AD_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Em que: AD: *accruals* discricionárias (proxy de gerenciamento de resultados) da empresa *i* no período *t*; ESG: score ESG *i* no período *t*; ROA: retorno sobre o ativo da empresa *i* no período *t*, calculado pela divisão do lucro operacional pelo ativo total; END: endividamento da empresa *i* no período *t*, calculado pela divisão entre passivo exigível e ativo total; FCO: fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t*, escalonado pelo ativo total defasado; Lntam: Logaritmo natural do ativo total da empresa *i* no período *t*; Mulheres: percentagem de mulheres participando do *board* da empresa *i* no ano *t*; MTB: *market-to-book* da empresa *i* no período *t*, calculado pela divisão do valor de mercado por ação pelo patrimônio líquido por ação; Indepmembros: percentual de conselheiros independentes da empresa *i* no período *t*.

As relações esperadas entre as variáveis explicativas e as de controle com a dependente (*accruals* discricionários) são apresentadas no Quadro 4, visando testar a H1.

Quadro 4 – Relação entre variáveis explicativas e gerenciamento de resultados.

continua...

Variáveis	Relação	Justificativa	Autores
Variável explicativa			
ESG	-	Essa relação revela que os gestores assumem intrinsicamente que as empresas socialmente responsáveis preferem manter uma relação de longo prazo com seus stakeholders. Com isso, uma qualidade reduzida dos lucros (maior gerenciamento de resultados) não reflete os interesses das partes interessadas.	(VELTE, 2019; ZURAIDA; HOUQUE; ZIJL, 2018)
Variáveis de controle			
ROA	+/-	Empresas mais rentáveis apresentam maior incentivo para gerenciar com o objetivo de manter os resultados esperados pelos acionistas e analistas. Todavia, entidades menos rentáveis normalmente apresentam menor liquidez, incentivando os gestores a adoção de práticas discricionárias para melhorá-la possibilitando a obtenção de financiamentos.	(LIU; SUN, 2015; VELTE, 2019)
END	+/-	Gestores de empresas mais endividadas possuem incentivos para melhorar os resultados para atrair os investidores ou para obtenção de empréstimos. Contudo, os investidores e credores sabem disso, e, por isso possuem motivações para monitorá-los.	(CLARKSON <i>et al.</i> , 2011; FURTADO; SOUZA; SARLO NETO, 2016; SCOTT, 2015; VELTE, 2019)
FCO	-	O crescimento do FCO normalmente melhora os lucros da empresa, o que pode resultar em menor necessidade de gerenciamento de resultados.	(DECHOW; DICHEV, 2002; PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007)
Lntam	+/-	Empresas maiores têm mais incentivos para manter-se atrativas, podendo levar os gestores a adoção de práticas de gerenciamento de resultado. Por outro lado, acionistas e analistas sabem disso, e, com isso são mais motivados em monitorar as práticas discricionárias dos gestores.	(FONTES FILHO; ALVES, 2018; HOCHBERG, 2012; VELTE, 2019)

Mulheres	-	Empresas que possuem maior percentual de mulheres no <i>board</i> apresentam menor tendência a manipulação dos resultados. Isso é pelo fato de elas serem mais eficientes para monitorar os gestores, serem mais conservadoras e mais éticas em suas atuações profissionais.	(IBRAHIM; ANGELIDIS; TOMIC, 2009; ORAZALIN, 2020; SAONA <i>et al.</i> , 2019; SRINIDHI; GUL; TSUI, 2011)
MTB	+	Empresas com MTB alto indicam que os agentes apresentam alta expectativa em seus resultados futuros, pois, o mercado reconhece informações que a contabilidade não evidencia em decorrência de suas normas. Com isso, os gestores possuem motivação para atender as expectativas dos acionistas e ao mesmo tempo maximizar a sua utilidade.	(ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; VELTE, 2019)
Indepmembros	-	Quando a empresa tem maior percentual de membros externos (independentes) ao conselho interno, espera-se redução dos problemas de agência, visto que esses irão atuar para que não haja conluio do conselho com a alta administração, o que pode resultar na divulgação que comprometa a riqueza dos acionistas.	(FRANKEL; MCVAY; SOLIMAN, 2011; LIN; HWANG, 2010)

Fonte: Elaborado pelo autor

Legenda: ESG = score de environmental, social and corporate governance; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indepmembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa

O segundo modelo testa o *value relevance* do ESG, conforme observado na Equação 7, seguindo a proposta de Miralles-Quirós, Miralles-Quirós e Redondo-Hernández (2019).

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Em que: P: preço da ação da empresa *i* no período *t+1*; LPA: Lucro líquido por ação da empresa *i* no período *t*; VPA: Valor patrimonial por ação da empresa *i* no período *t*; ESG: score ESG *i* no período *t*.

As relações esperadas entre as variáveis explicativas e de controle com a variável dependente (preço da ação) são apresentadas no Quadro 5, em que visa responder a H2.

Quadro 5 – Relação entre LPA, VPA e ESG e preço da ação.

Variáveis	Relação	Justificativa	Autores
LPA	+	O lucro é uma variável importante considerada pelos usuários para avaliar a escolha de investimento, uma vez que apresenta maior poder de distribuição de dividendos em relação à quantidade de ações.	(MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019)
VPA	+	O patrimônio líquido sugere maior capacidade em criar valor patrimonial, além de conter resultados que não transitam pelo resultado, mas que podem afetá-lo no futuro.	(MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019)
ESG	+	O ESG pode sugerir maior criação de valor em longo prazo e maior transparência podendo afetar o preço da ação.	(FREEMAN, 1984; FRISARI <i>et al.</i> , 2020; ZURIDA; HOUQE; ZIJL, 2018)

Fonte: Elaborado pelo autor

ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação.

O terceiro modelo testa a relação entre os *accruals discricionários* e o *value relevance*, sendo evidenciado na Equação 8.

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 AD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Em que: P: preço da ação da empresa *i* no período *t+1*; LPA: Lucro líquido por ação da empresa *i* no período *t*; VPA: Valor patrimonial por ação da empresa *i* no período *t*; AD: *accruals discricionários* da empresa *i* no período *t*.

As relações esperadas entre as variáveis explicativas e de controle com a variável preço das ações são apresentadas no Quadro 6, no qual busca responder a H3.

Quadro 6 – Relação entre LPA, VPA e gerenciamento de resultados e preço da ação.

Variáveis	Relação	Justificativa	Autores
LPA	+	Empresas mais lucrativas apresentam maior preço da ação, visto que o lucro é uma variável usada pelos investidores para a escolha dos investimentos. Isso porque a empresa mais lucrativa apresenta maior poder de distribuição do lucro.	(MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019)
VPA	+	Empresas maiores em termos de patrimônio líquido têm maior preço da ação, visto que as maiores organizações apresentam maior facilidade em gerar resultado para os investidores.	(MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019)
AD	-	Os <i>accruals discricionários</i> representam uma proxy para gerenciamento de resultados, que é uma métrica de menor QIC. Portanto, níveis maiores de <i>accruals discricionários</i> sugere informação com menor qualidade.	(NARDI; NAKAO, 2009; SCOTT, 2015)

Fonte: Elaborado pelo autor

LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; AD = *accruals discricionários*.

O quarto modelo testa a interação do ESG e *accruals discricionários* com o *value relevance*, conforme Equação 9.

$$P_{i,t+1} = \alpha_{i,t} + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \beta_4 AD_{i,t} + \beta_5 Inter_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Em que: P: preço da ação da empresa *i* no período *t+1*; LPA: Lucro líquido por ação da empresa *i* no período *t*; VPA: Valor patrimonial por ação da empresa *i* no período *t*; ESG: score ESG *i* no período *t*. AD: *accruals discricionárias* da empresa *i* no período *t*; Inter: interação das variáveis ESG e AD da empresa *i* no período *t*.

As relações esperadas entre as variáveis explicativas e de controle com a variável dependente (preço das ações) são apresentadas no Quadro 7, buscando responder a H4.

Quadro 7 – Relação entre LPA, VPA, ESG, gerenciamento de resultados e interação do ESG e gerenciamento de resultados com o preço da ação.

Variáveis	Relação	Justificativa	Autores
LPA	+	Empresas com maiores lucros apresentam maior preço da ação. Isso porque o lucro é uma variável importante considerada pelos usuários para avaliar a escolha de investimento, uma vez que apresenta maior poder de distribuição do lucro em relação à quantidade de ações.	(MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019)
VPA	+	Empresas que apresentam maior patrimônio líquido têm maior preço da ação. Isso ocorre, pois as entidades apresentam maior concentração em criar valor patrimonial.	(MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019)
ESG	+	Empresas que demonstram maior nível de ESG agregam valor para os <i>Stakeholders</i> em longo prazo, afetando, portanto, o preço da ação.	(FREEMAN, 1984; FRISARI <i>et al.</i> , 2020; ZURAIDA; HOUQE; ZIJL, 2018)
AD	-	Os <i>accruals discricionários</i> representam uma proxy para gerenciamento de resultados. O gerenciamento de resultado é uma métrica que representa menor qualidade da informação contábil. Portanto, níveis maiores de <i>accruals discricionários</i> sugere informação com capacidade de levar os usuários a decisões equivocadas.	(NARDI; NAKAO, 2009; SCOTT, 2015)
Inter	+	Em decorrência do ESG aumentar a qualidade da informação, por representar criação de valor em longo prazo para os stakeholders, espera-se que essa possa reduzir os <i>accruals discricionários</i> . Portanto, a redução dos <i>accruals discricionários</i> representa maior qualidade da informação contribuindo para aumento do <i>value relevance</i> .	(FREEMAN, 1984; FRISARI <i>et al.</i> , 2020; ZURAIDA; HOUQE; ZIJL, 2018)

Fonte: Elaborado pelo autor

LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; ESG = score de environmental, social and corporate governance ; AD = *accruals discricionários*; Inter = interação entre a variável ESG e AD.

Após essa discussão, apresenta-se na próxima seção, os resultados da presente pesquisa.

4 RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Os resultados apresentados na Tabela 2 (coluna 1) evidenciam que os *accruals* totais apresentam média positiva. Isso indica que em média, a amostra em estudo, tem crescimento do lucro líquido em relação ao FCO. Quando o FCO é significativamente menor que o lucro líquido pode ser um sinal que os números contábeis foram manipulados (PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, 2013). Essa média positiva está em conformidade aos resultados encontrados por Almeida e Almeida (2009) com empresas brasileiras. A média também é positiva na análise por país (colunas 2 a 7). Os resultados deste estudo divergem da pesquisa de Paulo (2007), pois todos os países naquele estudo apresentaram média negativa.

Os *accruals discricionários* revelam em todos os modelos que a Argentina apresenta a maior média, sendo que o coeficiente de variação é menor em todos os modelos para esse país, exceto no Jones (1991), que na Argentina é o segundo menor valor. Isso sugere que as empresas desse país são aquelas que apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados. O menor nível de gerenciamento de resultados discricionário é encontrado no Chile, todavia, nesse país há maior nível de coeficiente de variação. Assim, há um indicativo de que há maior heterogeneidade no gerenciamento de resultados das empresas chilenas.

O ESG médio foi de 46,3935 (coluna 1, Tabela 2). O resultado foi próximo ao encontrado por Araújo, Correia e Câmara (2022) na análise dos países da América Latina no período de 2012 a 2019. Esse valor encontra-se na categoria C+ definido pela Refinitiv Eikon®, indicando grau moderado de transparência na divulgação de dados ESG (REFINITIV EIKON®, 2022).

A média encontrada para os países latino-americanos é inferior àquela encontrada por Broadstock *et al.* (2021), Gonçalves, Gaio e Ferro (2021), Grimaldi *et al.* (2020) e Velte (2019), para empresas chinesas (média de 50,45), 17 países da Europa (média de 59,28), empresas italianas (50,90) e empresas alemãs (58,50). Isso sugere que as entidades de países desenvolvidos têm uma maior preocupação com o desempenho ESG. Essa diferença pode ser atribuída ao fato de que esses países foram os primeiros a reconhecer a importância do ESG para as empresas, bem como às maiores pressões para servirem como exemplo para outros países.

Tabela 2 – Estatística descritiva na América Latina

continua...

Variáveis	Estatísticas	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
		Coluna 1	Coluna 2	Coluna 3	Coluna 4	Coluna 5	Coluna 6	Coluna 7
<i>Accruals</i>	Média	0,0240	0,0225	0,0259	0,0246	0,0253	0,0198	0,0234
	CV	277,2304	417,2846	269,6350	207,6806	209,4254	306,2796	297,7430
J1991	Média	0,0622	0,0831	0,0664	0,0472	0,0582	0,0575	0,0645
	CV	90,4908	86,2927	87,7859	98,7803	95,9505	85,5456	88,3443
K2005	Média	0,0552	0,0724	0,0581	0,0449	0,0575	0,0511	0,0524
	CV	89,6815	81,3711	88,1149	98,9396	87,9206	86,7286	89,4581
P2005	Média	0,0468	0,0634	0,0509	0,0349	0,0481	0,0407	0,0462
	CV	104,9378	90,7290	100,2309	118,7074	108,5244	106,9775	105,6635
ESG	Média	46,3935	35,9810	49,6459	41,7661	58,0760	45,7898	38,4639
	CV	45,9091	52,0359	40,6606	54,5698	26,9857	48,3650	50,8853
P	Média	3,7223	1,8456	4,2018	3,0202	3,7457	4,0820	2,7404
	CV	88,1358	138,0164	67,5150	118,8434	83,8182	89,6747	142,3026
LPA	Média	0,2254	0,1041	0,2631	0,1702	0,1928	0,2435	0,1781
	CV	146,1127	272,2312	141,6111	165,0561	89,9087	115,8534	179,2456
VPA	Média	2,8776	1,9836	3,3034	2,7541	3,2225	2,2216	2,8785
	CV	108,3468	161,1777	93,7394	123,0859	79,5411	111,7541	141,8515
ROA	Média	0,0790	0,0750	0,0770	0,0679	0,0692	0,0956	0,0796
	CV	67,8222	90,4554	73,4646	59,8823	60,3581	51,8418	63,1950
END	Média	0,5950	0,5371	0,6213	0,5866	0,5988	0,5760	0,5389
	CV	27,4618	29,9433	27,9938	21,8439	22,8334	28,1678	27,2466
FCO	Média	0,0135	0,0106	0,0110	0,0054	0,0076	0,0293	0,0095

	CV	330,4244	565,9880	410,8082	694,2252	486,2500	137,6067	505,1187
Lntam	Média	22,2273	21,1496	22,2449	22,4393	22,9281	22,4651	21,4419
	CV	4,9439	5,5803	4,7965	4,5365	3,7398	4,4966	2,8947
MTB	Média	2,0950	2,4856	2,2578	1,1662	1,3766	2,7091	1,2528
	CV	93,7371	99,5459	98,3864	57,6388	43,9350	69,1259	63,6359
Mulheres	Média	8,4238	8,9894	8,4378	7,5060	18,8722	6,8944	7,4972
	CV	104,5848	93,2793	101,1630	117,8172	51,0689	112,6047	120,2303
Indepmembros	Média	36,3193	21,4597	36,2425	22,2325	53,6136	49,6449	33,0007
	CV	57,9803	92,5284	58,7148	65,9480	28,5095	28,8929	60,1690

Fonte: Elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; E = score de environmental; S = score de social; G = score de corporate governance; P = preço da ação em 30 de abril do ano seguinte; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indepmembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa.

Ao comparar a média do ESG das empresas dos países latino-americanos com entidades da Arábia Saudita (10,61) e da Malásia (23,41) evidenciadas nos estudos de Garfatta (2021) e Yen-Yen (2019) percebe-se maior valor médio. Esse resultado pode indicar que apesar da necessidade de os países latino-americanos aumentarem suas práticas de ESG, eles ainda se encontram na frente de outros países emergentes. Diante de tais resultados, sugere-se aos gestores das empresas dos países emergentes maiores preocupações com as práticas de ESG. Tal investimento pode criar valor em longo prazo (FRISARI *et al.*, 2020; YOON; LEE; BYUN, 2018), além de contribuir com a sociedade, conforme Teoria dos *Stakeholders*.

Na análise por país, o menor valor é na Argentina (média de 35,9810), sendo classificada na categoria C (relativamente satisfatório e grau moderado de transparência na divulgação) (REFINITIV EIKON®, 2022). A média baixa encontrada nesse país pode ser ocasionada pelo baixo nível de relatórios voluntários e divulgações ESG, uma vez que as empresas não são obrigadas a considerar quaisquer aspectos não financeiros (CONIGLIO; CONNOLLY, 2022). Outro fator que pode justificar a baixa nota ESG é que apenas em 2019 foi criado o Índice de Sustentabilidade da Bolsa y Mercados Argentinos [BYMA] (CONIGLIO; CONNOLLY, 2022), enquanto no Brasil, por exemplo, já existe desde 2005. Além disso, o mercado financeiro argentino está em desenvolvimento, sendo pequeno se comparado a outros países da região (CONIGLIO; CONNOLLY, 2022).

Por sua vez o maior valor médio é encontrado na Colômbia (58,0760) colocando o país na categoria B-. Essa categoria sugere que as empresas apresentam um bom desempenho ESG com grau de transparência acima da média na divulgação pública de dados ESG relevantes. Esse resultado pode ser justificado em decorrência da Colômbia ser um dos países latino-americanos com maior nível de financiamento verde. Esse país foi o primeiro do continente a aproveitar a demanda crescente internacional e emitir títulos de dívida no mercado doméstico. Os títulos são usados para financiar investimentos em energias renováveis, gestão de água, transporte limpo e medidas que reduzam a mudança climática (EXAME, 2021). Esses títulos têm como vantagens gerarem menos custos ao governo e pela necessidade dos investidores internacionais em títulos focados em ESG. O diretor de Crédito Público colombiano, César Arias, ressalta que na primeira emissão aproximadamente 45% dos títulos foram adquiridos por fundos internacionais, enquanto nos demais títulos de apenas 26% (JARAMILLO, 2021).

O preço da ação em abril do ano seguinte apresentou média de U\$ 3,7223 (coluna 1, Tabela 2), sendo o país com menor média a Argentina (U\$ 1,8456) e a maior no Brasil (U\$

4,2018). A pesquisa realizada por Galdi e Lopes (2008) entre 1995 e 2005 com as entidades mais líquidas da América Latina revelou que o preço médio da ação das empresas do Peru era a menor, enquanto as maiores eram do Chile. Portanto, percebe-se que dados mais recentes evidenciam que houve uma alteração entre os países que apresentam maior/menor média de preço das ações.

O LPA médio foi de U\$ 0,2254 (coluna 1, Tabela 2), indicando que, em média, as empresas da amostra geram lucro em sua operação. Na análise por país, as entidades brasileiras são aquelas com maior capacidade de gerar lucro para cada ação (U\$ 0,2631). Por sua vez, o menor valor médio ocorre na Argentina (U\$ 0,1041). Esse pode ser um dos fatores que contribui para as empresas argentinas e brasileiras apresentarem respectivamente o menor e maior preço da ação. Isso porque estudos anteriores (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 1996; CLARKSON *et al.*, 2011; MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; SCOTT, 2015) evidenciam que o lucro é uma das principais variáveis usada pelos investidores para tomadas de decisão em investimento. Portanto, quanto maior o LPA maior pode ser a procura pelas ações de determinadas empresas, contribuindo para que haja aumento no preço das ações.

O menor LPA na Argentina pode ser explicado pelo fato do mercado financeiro argentino ainda ser pequeno se comparado com outros países da região (CONIGLIO; CONNOLLY, 2022). Além disso, a pesquisa realizada por Galdi e Lopes (2008) entre 1995 e 2005 com as entidades mais líquidas revelou que o LPA das empresas desse país era a menor, sendo os resultados desta tese semelhante ao encontrado no período de 1995 e 2005. Por outro lado, este estudo apresentou resultado diferente da pesquisa de Galdi e Lopes (2008), visto que a maior média de LPA encontrada por eles foi para o Chile, enquanto nesta pesquisa foi o Brasil.

O VPA médio foi de U\$ 2,8776 (coluna 1, Tabela 2), sendo o maior VPA para as companhias brasileiras (U\$ 3,3034) e menor para as argentinas (U\$ 1,9836). O maior patrimônio líquido das empresas brasileiras pode tanto ser ocasionado pela capacidade de gerar lucros quanto pela capacidade de investimentos iniciais. Outro fator que pode contribuir para maior VPA desse mercado é que entre as maiores empresas da América Latina, o Brasil é aquele com maior número de entidades (ESTADÃO, 2021).

O ROA apresentou média positiva (0,0790) conforme coluna 1 (Tabela 2), com média positiva em todos os países (colunas 2 a 7), sugerindo que as entidades, em média, geram lucros. O maior valor de ROA por país foi encontrado no México (0,0956) e o menor no Chile (0,0679).

A média do END foi de 0,5950 (coluna 1, Tabela 2), sugerindo que praticamente 60% do ativo das companhias da América Latina estão comprometidos com terceiros. Quando se analisa por país (colunas 2 a 7, Tabela 2), encontra-se o menor valor nas empresas argentinas (0,5371) e o maior nas entidades brasileiras (0,6213). Uma possível explicação para esse resultado é que terceiros podem ter maiores receios das empresas argentinas em decorrência de diversas crises enfrentadas nesse país, sendo que recentemente a inflação passou de 55% ao ano (CAUTI, 2022). A média encontrada nesta pesquisa para o Brasil é maior que a média (0,326) encontrada por Barbosa e Costa (2020).

O FCO apresentou média positiva (0,0135), conforme Tabela 2 (coluna 1). Isso indica que a atividade operacional das empresas resulta, em média, em fluxos de caixa e equivalentes positivos. Esse resultado sugere que a principal atividade das companhias é capaz de gerar recursos financeiros, situação que permite o seu uso para novos investimentos, pagamentos de empréstimos e distribuição aos sócios. Na análise por país percebe-se que todos os países apresentaram FCO positivo, sendo o maior encontrado nas entidades mexicanas (0,0293) e o menor nas chilenas (0,0054). A maior média das organizações mexicanas está alinhada ao estudo de Paulo (2007), porém o autor encontrou menor média no Peru.

O MTB médio (coluna 1, Tabela 2) foi de 2,0950, sugerindo que os investidores estão dispostos a pagar mais que o valor patrimonial. Essa diferença pode ser explicada pelo fato de os investidores entenderem que as organizações, em média, apresentam valorização que não é divulgada nos relatórios contábeis (DECHOW *et al.*, 2011; VELTE, 2019). Esse resultado pode ser ocasionado pelo fato de a contabilidade não registrar ativos intangíveis gerados internamente, não reconhecerem valores justos de ativos imobilizados, dentre outras normas contábeis que indicam maior prudência. Quando se compara o MTB por país percebe-se que o maior valor é encontrado na Argentina (2,7091) e o menor no Peru (1,2528).

As mulheres participando do conselho de administração apresenta uma média de 8,4238%. Esse percentual corrobora a estudos anteriores de que a participação das mulheres nos cargos de alto escalão ainda é baixa (LIAO; LUO; TANG, 2015; SAONA *et al.*, 2019). A presença de mulheres em conselhos de administração é importante, pois além do aspecto social de igualdade entre homens e mulheres, destaca-se o fato delas serem mais comprometidas e éticas (HUSE; SOLBERG, 2006). Além disso, elas são menos focadas no interesse próprio, aumentando a eficácia das tomadas de decisões no coletivo e reduzindo as práticas

discricionárias (IBRAHIM; ANGELIDIS; TOMIC, 2009; ORAZALIN, 2020; SAONA *et al.*, 2019; SRINIDHI; GUL; TSUI, 2011).

Na análise por país, observa-se que o maior nível de participação de mulheres em conselhos de administração é na Colômbia (18,8722%). Apesar de ser o país da América Latina com o maior nível de representação feminina, esse percentual ainda é baixo e está significativamente abaixo da igualdade de gênero. Por outro lado, o país com o menor percentual de mulheres em conselhos de administração é o México (6,8944%). Myrrha, Queiroz e Campos (2021) mencionam que países com grande extensão territorial, como o México, podem apresentar maior desigualdade de gênero, especialmente em termos regionais.

O estudo de Saona *et al.* (2019) encontrou que em organizações de países europeus, a média de mulheres é de 29,1. Velte (2016) em análise de entidades da Alemanha e da Áustria encontrou média de 19,8. Cucari, Falco e Orlando (2018) analisando empresas italianas apresentou média de 12,75. E Orazalin (2020) analisando companhias do Cazaquistão revelou que o percentual médio de mulheres participando do *board* é de 39,79. Portanto, percebe-se que os resultados variam entre países, sendo que alguns considerados desenvolvidos ainda apresentam baixa participação das mulheres nos *boards*. Sugere-se que os investidores possam priorizar empresas que tem maior igualdade entre homens e mulheres na gestão, pois além de incentivar o aspecto social, os estudos mostram que elas são mais éticas (IBRAHIM; ANGELIDIS; TOMIC, 2009; ORAZALIN, 2020; SAONA *et al.*, 2019; SRINIDHI; GUL; TSUI, 2011)

Em relação à independência do conselho administrativo constata-se que a média é de 36,3193%, sendo que há 112 observações que não tem nenhuma independência e 11 observações que são totalmente independente. O país com maior independência é a Colômbia (53,6136%), podendo ser um fator que corrobora para as companhias dessa nação apresentarem maior desempenho ESG. A menor média é encontrada na Argentina (21,4597%), sendo um possível motivador para explicar o menor desempenho ESG.

Os resultados apresentados na estatística descritiva permitem inferir que as firmas da América Latina tem realizado práticas ESG, mas que ainda há um longo caminho para que essa seja adotada como é esperado. Isso porque a pontuação ESG, a independência do conselho e participação das mulheres nos *boards* na maioria dos países é inferior a 50%. Por sua vez, os resultados financeiros revelam que as empresas são lucrativas com ROA e LPA positivos e com capacidade de gerar FCO. As empresas em média são dependentes de capital de terceiros com

endividamento (END) de praticamente 60%. E quanto ao mercado, os investidores estão dispostos a pagar mais do que o valor reconhecido no balanço com MTB maior que 1.

4.2 ESG E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Os resultados apresentados na coluna 1 da Tabela 3 (Painéis A, B e C) mostram que o ESG apresenta relação positiva e significativa com os *accruals discricionários* nos modelos de Jones (1991) e Pae (2005). A relação positiva converge com o estudo de Garfatta (2021) nas empresas da Arábia Saudita. Portanto, os resultados não permitem confirmar a H1, de que companhias com maiores níveis de ESG apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados. Esse resultado pode indicar que os gestores estão adotando práticas de ESG como forma de mascarar suas práticas discricionárias, tornando a firma bem-vista pelo mercado, e caso, ocorra algo no futuro, ela pode justificar-se que é uma empresa preocupada com os aspectos ESG (DHALIWAL *et al.*, 2011).

Tabela 3 – Análise da relação entre ESG e gerenciamento de resultados

continua...

Painel A - Relação entre ESG e Gerenciamento de Resultados Jones (1991)								
$J1991_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ESG	Coefficiente	0,0004	0,0002	0,0004	0,0002	0,0006	0,0002	0,0005
	Valor-p	0,0099	0,8490	0,0740	0,5210	0,2590	0,6040	0,1220
ROA	Coefficiente	0,0214	-0,0335	0,0384	0,2338	-0,3683	0,0468	-0,4262
	Valor-p	0,7030	0,8390	0,5900	0,0630	0,1090	0,7930	0,0080
END	Coefficiente	0,0814	0,2278	0,0218	0,0216	0,1370	0,0979	0,1845
	Valor-p	0,0006	0,1680	0,4480	0,8500	0,4040	0,0810	0,0170
FCO	Coefficiente	-0,1024	-0,0486	-0,1345	-0,2299	0,0664	-0,0278	-0,1431
	Valor-p	0,0503	0,7870	0,0570	0,1060	0,8780	0,8370	0,4030
Lntam	Coefficiente	-0,0356	-0,0532	-0,0400	-0,0326	-0,0393	-0,0237	-0,0289
	Valor-p	0,0000	0,0980	0,0000	0,2620	0,4650	0,2070	0,4350
Mulheres	Coefficiente	0,0002	-0,0018	0,0002	0,0012	-0,0022	0,0015	-0,0018
	Valor-p	0,6032	0,3420	0,6190	0,0640	0,0490	0,0630	0,0290
MTB	Coefficiente	0,0006	-0,0050	0,0016	-0,0053	-0,0180	0,0041	0,0065
	Valor-p	0,7097	0,4420	0,4000	0,5790	0,1570	0,1440	0,6460
Indepmembros	Coefficiente	0,0000	-0,0007	-0,0001	0,0008	-0,0012	-0,0001	0,0002
	Valor-p	0,9399	0,4680	0,7150	0,0630	0,1060	0,7950	0,8170
Constante	Coefficiente	0,7860	1,1231	0,9176	0,7232	0,9967	0,5021	0,5993
	Valor-p	0,0000	0,0900	0,0000	0,2490	0,3810	0,2440	0,4590
r ² _overall		0,0614	0,0156	0,0438	0,0257	0,0000	0,1446	0,0449
r ² _between		0,1058	0,0489	0,0421	0,0153	0,3483	0,3640	0,0016
r ² _within		0,0491	0,0883	0,0668	0,1119	0,2095	0,0597	0,2017
F	Coefficiente	8,4024	1,50	5,14	4,43	46770,73	3,23	16,17
	Valor-p	0,0000	0,1984	0,0000	0,0011	0,0000	0,0062	0,0000
VIF		1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600

Painel B – Relação entre ESG e Gerenciamento de Resultados Kothari, Leone e Wasley (2005)

$K2005_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis		Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
ESG	Coefficiente	0,0000	-0,0003	-0,0000	0,0001	0,0002	-0,0003	0,0003
	Valor-p	0,9813	0,3250	0,7480	0,3570	0,7300	0,0180	0,3000
ROA	Coefficiente	0,0540	0,1086	0,0390	0,0828	0,3855	0,0078	0,1459
	Valor-p	0,1615	0,3470	0,4340	0,4130	0,0020	0,9450	0,2360
END	Coefficiente	0,0503	0,0626	0,0495	-0,0306	0,0447	0,0681	0,0488
	Valor-p	0,0004	0,1420	0,0200	0,3990	0,3800	0,0750	0,2780
FCO	Coefficiente	-0,0483	-0,0187	-0,0660	-0,1891	-0,0350	0,0232	0,0064
	Valor-p	0,2266	0,8690	0,2930	0,0690	0,8050	0,8320	0,9680
Lntam	Coefficiente	-0,0106	-0,0155	-0,0115	-0,0008	0,0067	-0,0146	0,0133
	Valor-p	0,0000	0,1010	0,0000	0,8920	0,5880	0,0020	0,1570
Mulheres	Coefficiente	0,0001	-0,0007	-0,0000	0,0004	0,0001	0,0005	-0,0001
	Valor-p	0,5948	0,3430	0,9520	0,2070	0,8730	0,1680	0,9180
MTB	Coefficiente	-0,0001	-0,0015	-0,0005	-0,0068	-0,0100	0,0028	-0,0078
	Valor-p	0,9151	0,6620	0,6540	0,2530	0,6150	0,3120	0,2970
Indepmembros	Coefficiente	0,0000	0,0005	-0,0001	0,0001	-0,0004	-0,0000	-0,0001
	Valor-p	0,8389	0,3490	0,6930	0,6390	0,2740	0,8970	0,8360
Constante	Coefficiente	0,2567	0,3694	0,2861	0,0726	-0,1277	0,3409	-0,2695
	Valor-p	0,0000	0,0380	0,0000	0,5750	0,5870	0,0010	0,1480
r ² _overall		0,0544	0,0722	0,0688	0,0404	0,1211	0,1553	0,1009
r ² _between		0,0993	0,2119	0,0815	0,1121	0,3470	0,3660	0,2485
r ² _within		0,0226	0,0224	0,0213	0,0389	0,0104	0,0550	0,0287
χ^2	Coefficiente	41,6921	22,3900	20,6900	19,2700	61,13	47,2600	18,46
	Valor-p	0,0000	0,0042	0,0080	0,0135	0,0000	0,0000	0,0180
VIF		1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600
Painel C – Relação entre ESG e Gerenciamento de Resultados Pae (2005)								
$P2005_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis		Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
ESG	Coefficiente	0,0003	-0,0007	0,0000	0,0005	0,0006	0,0002	-0,0003
	Valor-p	0,0397	0,1940	0,8320	0,1410	0,2510	0,5450	0,4500
ROA	Coefficiente	-0,0075	-0,0199	-0,0361	0,1221	-0,0042	0,0198	-0,4141
	Valor-p	0,8506	0,8460	0,4830	0,2430	0,9920	0,8220	0,0070
END	Coefficiente	0,0186	0,1169	-0,0388	0,0087	0,1385	0,0656	0,2060
	Valor-p	0,3851	0,2620	0,1570	0,9360	0,2050	0,0590	0,0010
FCO	Coefficiente	-0,0285	-0,1782	-0,0214	-0,1141	-0,0363	0,0428	0,0385
	Valor-p	0,4542	0,1630	0,7050	0,3100	0,7990	0,5370	0,7330
Lntam	Coefficiente	-0,0252	-0,0236	-0,0238	-0,0299	-0,0174	-0,0427	-0,0009
	Valor-p	0,0000	0,4140	0,0020	0,3570	0,6330	0,0010	0,9760
Mulheres	Coefficiente	0,0003	-0,0016	0,0006	0,0009	-0,0028	0,0015	-0,0007
	Valor-p	0,2037	0,3150	0,0500	0,3000	0,0830	0,0810	0,4080
MTB	Coefficiente	-0,0015	-0,0129	0,0008	-0,0015	0,0086	-0,0002	0,0172
	Valor-p	0,3167	0,0000	0,6610	0,8850	0,5800	0,9470	0,2220
Indepmembros	Coefficiente	0,0002	0,0006	0,0002	0,0008	-0,0014	-0,0003	0,0002
	Valor-p	0,0644	0,3770	0,1720	0,0760	0,1700	0,3630	0,6100
Constante	Coefficiente	0,5758	0,5613	0,5911	0,6506	0,4405	0,9526	-0,0264
	Valor-p	0,0000	0,3520	0,0010	0,3470	0,5670	0,0010	0,9660
r ² _overall		0,0298	0,0485	0,0145	0,0256	0,0246	0,1121	0,0624
r ² _between		0,0376	0,0058	0,0042	0,0418	0,0094	0,3200	0,0372
r ² _within		0,0344	0,2504	0,0443	0,1114	0,1637	0,0700	0,1957
F	Coefficiente	3,8541	4,1800	2,2000	3,0700	51,617,750	3,9500	18,1300
	Valor-p	0,0014	0,0017	0,0335	0,0110	0,0000	0,0015	0,0000
VIF		1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600	1,2600

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indemembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa; VIF = *Variance Inflation Factor*.

Os resultados estão alinhados aos pressupostos da assimetria da informação da Teoria da Agência. Portanto, o aumento de práticas discricionárias na presença de maior ESG indica que a QIC pode estar sendo comprometida com tais práticas (NARDI; NAKAO, 2009). O resultado também pode ser justificado pelo fato de o desempenho ESG ainda estar em processos iniciais de adoção pelos países da América Latina. Isso reforça a importância de novos estudos com esses países no decorrer dos próximos anos para verificar se essa prática contribui para aumento da QIC, por meio da redução dos *accruals* discricionários ou ainda se ela tem sido utilizada como forma de aumentar a assimetria da informação.

Ao se analisar separadamente por país e modelo constata-se que no modelo de Jones (1991) há relação positiva e significativa apenas para as firmas brasileiras (colunas 3, painel A da Tabela 3). No modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005), ocorreu relação significativa e negativa apenas nas empresas mexicanas (coluna 6, painel B da Tabela 3). Esse resultado está conforme o esperado em que melhores práticas de ESG contribuem para aumento da QIC, que no caso, é medida pela redução dos *accruals* discricionários.

Os resultados evidenciam que há relação negativa e significativa do ROA com os *accruals discricionários* medidos pelos modelos de Jones (1991) e Pae (2005) no Peru (coluna 7, Painéis A e C da Tabela 3). Esse resultado pode ser pelo fato de as companhias com menor rentabilidade normalmente apresentarem menor liquidez, incentivando os gestores a adoção de práticas discricionárias para melhorar os resultados com a finalidade de obtenção de financiamentos (LIU; SUN, 2015; VELTE, 2019).

A relação positiva encontrada entre ROA e *accruals discricionários* no modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) para Colômbia e no modelo de Jones (1991) para o Chile indicam que as empresas com maiores rentabilidades são incentivadas a adotarem práticas discricionárias para manterem os resultados esperados pelos acionistas (LIU; SUN, 2015).

Os resultados evidenciam que há relação positiva entre o endividamento (END) e os *accruals discricionários* no modelo de Jones (1991) e Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) (coluna 1, Painéis A e B da Tabela 3). Desse modo, as empresas mais

endividadas aumentam práticas discricionárias para a melhoria do resultado, seja para atração de investidores seja para obtenção de empréstimos (CLARKSON *et al.*, 2011; SCOTT, 2015; VELTE, 2019).

Ao se analisar os resultados por país percebe-se que há relação positiva e significativa para o México e Peru nos modelos de Jones (1991) e Pae (2005) (colunas 6 e 7, Painéis A e C da Tabela 3) e para o Brasil e México no modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) (colunas 3 e 6, Painel B da Tabela 3). Logo, quanto mais endividadas são as organizações maior é o incentivo para a adoção de práticas discricionárias com o propósito de melhoria dos resultados para atração de investidores e obtenção de empréstimos.

O FCO apresentou relação negativa e significativa com os *accruals discricionários* no modelo de Jones (1991) para a amostra geral (coluna 1, painel A da Tabela 3). Na análise por país percebe-se que houve relação negativa e significativa nas empresas brasileiras no modelo Jones (1991) (coluna 3, painel A da Tabela 3) e chilenas no Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005), (coluna 4, painel B da Tabela 3). Esses resultados eram esperados, pois quanto maior o FCO, maior tende a ser o lucro, resultando em menor necessidade de adoção de práticas discricionárias (DECHOW; DICHEV, 2002; PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007).

O Lntam apresentou relação negativa e significativa em todos os modelos gerais, indicando que os gestores de maiores empresas tendem a apresentar menor nível de comportamento oportunista. Na análise por país constata que há relação significativa e negativa para a Argentina e Brasil no modelo de Jones (1991) (colunas 2 e 3, painel A da Tabela 3) e para o Brasil e o México nos modelos de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) e Pae (2005). Esse resultado pode ser explicado pela visão da Teoria Positiva da Contabilidade, na qual, as maiores companhias buscam reduzir os resultados para evitar custo político, bem como pela Hipótese do Plano de Incentivo, no qual tende haver maior gerenciamento pelos gestores para maximização do seu bem-estar (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). O resultado também pode se pelo fato dos acionistas e credores saberem que os gestores de maiores firmas são mais motivados a adoção de práticas discricionárias podem exercer maior monitoração sobre a adoção de práticas discricionárias dos gestores (FONTES FILHO; ALVES, 2018; HOCHBERG, 2012; VELTE, 2019).

Na análise geral (coluna 1, painéis A, B e C da Tabela 3), a presença de mulheres no *board* não apresenta relação significativa com os *accruals* discricionários. Esse resultado não era esperado, uma vez que a maior presença feminina contribui para redução de práticas de

gerenciamento, já que elas normalmente apresentam maior comportamento ético em relação aos homens, sendo mais eficientes para monitorar os gestores, que por conseguinte contribui para aumento da QIC (IBRAHIM; ANGELIDIS; TOMIC, 2009; ORAZALIN, 2020; SAONA *et al.*, 2019; SRINIDHI; GUL; TSUI, 2011).

Ao analisar por país percebe-se que há uma relação negativa e significativa para a Colômbia nos modelos de Jones (1991) e Pae (2005) e no modelo de Jones (1991) para o Peru. Isso indica que quanto mais mulheres estão presentes no *board* maior é a tendência de monitoramento dos gestores por parte delas, que conforme estudos (IBRAHIM; ANGELIDIS; TOMIC, 2009; ORAZALIN, 2020; SAONA *et al.*, 2019; SRINIDHI; GUL; TSUI, 2011) apresentam maiores comportamentos éticos quando comparadas aos homens. A relação negativa nas empresas colombianas também pode ser explicada pelo fato de o país apresentar maior média de mulheres no *board* (conforme coluna 5, Tabela 2). A média encontrada na Colômbia está próxima à encontrada em países Europeus (SAONA *et al.*, 2019) e superior às encontradas na Alemanha e Áustria (VELTE, 2016).

Por outro lado, percebe-se que há uma relação positiva e significativa para empresas chilenas e mexicanas no modelo de Jones (1991) e brasileiras e mexicanas no modelo de Pae (2005). Esse resultado indica que quanto maior o número de mulheres no *board* maiores são as práticas discricionárias. Conforme a Tabela 2, México e Chile apresentam a menor quantidade de mulheres no *board*, o que pode ser um indicativo de que a pressão masculina sobre as mulheres ainda pode ser um fator que as conduzem a concordarem com práticas discricionárias.

O MTB apresentou relação negativa e significativa com os *accruals discricionários* apenas no modelo de Pae (2005) para a Argentina. Isso indica que as companhias com maiores valores de mercado em relação ao contábil apresentam menor acumulação de *accruals*. Esse resultado não era esperado, visto que há uma expectativa de maior gerenciamento de resultados de organizações com alto MTB, pois os gestores apresentam maior motivação para atender a expectativa dos acionistas (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011; VELTE, 2019).

A independência do conselho apresentou relação positiva e significativa no modelo geral de Pae (2005). Isso indica que a presença de mais membros independentes contribui para aumento de práticas discricionárias. Esse resultado não era esperado, todavia, a baixa média (36,3193) e alta variação (57,9803) podem ser fatores que afetaram os resultados. A baixa média pode conduzir a pressão do grupo de interesse sobre a independência, prejudicando a atuação independente dos membros. Por país, percebe-se que há relação positiva e significativa

para o Chile nos modelos de Jones (1991) e Pae (2005), sendo esse o país com a segunda menor independência.

As diferenças dos resultados entre os países e a não significância pode ser em decorrência da variável dependente (*accruals* discricionários) apresentar um alto coeficiente de variação (Tabela 2). Desse modo, esses resultados reforçam a importância de quando se analisar mais de um país investigar a relação por país, visto que o seu ambiente institucional pode afetar os resultados. Além disso, ressalta a importância de desenvolvimento de novos modelos de gerenciamento de resultados, dado que os resultados apresentam divergências à medida que se altera os modelos. Jackson (2018) ressalta que os modelos apresentam divergências de resultados. Com isso, percebe-se ainda que há um longo caminho para a mensuração de práticas discricionárias, principalmente com o propósito de captar a intenção dos gestores (DECHOW; SKINNER, 2000) e de forma fácil pelos agentes do mercado (COELHO; LIMA, 2009).

Portanto, os resultados apresentados revelam que a principal variável explicativa (ESG) indica maior comportamento oportunista dos gestores. Logo, a H1 de que empresas com maiores níveis de ESG apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados não é confirmada. Conforme retrocitado, isso pode ser pelo fato do ESG ainda estar em processo de implementação na América Latina, sendo que para a maioria dos países está abaixo de 50%, sendo considerado pela Refinitiv Eikon® (2022) como um índice satisfatório para o desempenho ESG, cuja transparência é moderada.

4.3 ESG E *VALUE RELEVANCE*

Antes de analisar o *value relevance* do ESG apresenta-se o *value relevance* com base no VPA e LPA. No geral, o valor patrimonial por ação tem relação positiva com o preço das ações, enquanto o LPA não apresentou relação estatisticamente significativa. A relação positiva do VPA indica que as empresas com maior capacidade de criação de valor patrimonial têm maior capacidade em majorar o valor das ações (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019). No modelo geral o r^2 foi de 0,275, conforme Tabela 4.

Tabela 4 – *Value relevance* do VPA e LPA

		$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VPA	Coefficiente	0,509	0,505	0,419	0,579	1,408	0,331	1,206
	Valor-p	0,015	0,000	0,085	0,000	0,000	0,063	0,001
LPA	Coefficiente	0,080	2,249	-0,332	0,643	3,391	4,907	5,217
	Valor-p	0,895	0,009	0,603	0,147	0,202	0,120	0,000
Constante	Coefficiente	2,371	0,634	3,063	1,076	-1,306	2,261	-0,398
	Valor-p	0,000	0,003	0,000	0,002	0,224	0,000	0,518
r^2_{overall}		0,275	0,709	0,133	0,560	0,824	0,420	0,827
r^2_{between}		0,400	0,823	0,077	0,668	0,942	0,304	0,876
r^2_{within}		0,169	0,214	0,220	0,309	0,834	0,281	0,621
χ^2	Coefficiente	13,730	169,05	9,610	127,580	46,750	22,920	202,260
	Valor-p	0,000	0,000	0,008	0,000	0,000	0,000	0,000
VIF		1,030	1,030	1,030	1,030	1,030	1,030	1,030

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; VIF = *Variance Inflation Factor*.

Na análise por país, constata-se relação significativa do VPA com o preço das ações em todos os países, indicando que empresas com maior patrimônio líquido para cada ação *outstanding* apresentam maior preço das ações. O LPA foi positivo e significativo apenas para a Argentina (coluna 2, Tabela 4) e Peru (coluna 7, Tabela 4). Esse resultado indica que as empresas com maior lucro para cada ação apresentam maior preço das ações, visto que essa variável é usada por diversos usuários para a escolha de investimentos. Esse fato ocorre, pois quanto maior o lucro maior é a possibilidade de distribuição de lucros (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019). O país com maior r^2 é a Colômbia, enquanto aquele com menor é o Brasil.

Na Tabela 5 apresenta-se o *value relevance* do ESG. No modelo geral, o VPA e LPA têm relação positiva com o preço das ações (abril). Esses resultados indicam que a maior capacidade de criação de valor patrimonial e de geração de lucro por ação está associada ao maior valor das ações (MARQUES; DALMACIO; REZENDE, 2022; OHLSON, 1995; SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019).

Na análise por país, o VPA está associado ao valor das ações do Brasil, Chile e Colômbia (colunas 3, 4 e 5, da Tabela 5). O LPA evidenciou associação positiva e significativa em todos os países, exceto, a Colômbia que teve relação não significativa. Em vista disso, os resultados por países, em sua maioria, estão conforme a literatura, em que empresas com maior valor patrimonial e maior capacidade de gerar lucros apresentam ações com maiores valores.

O ESG apresentou relação negativa e significativa no modelo geral (coluna 1, Tabela 5). Esse resultado não era esperado, visto que estudos anteriores mostram que companhias com

maior ESG apresentam maior preço das ações (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; GONÇALVES, 2018; MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; REDONDO-HERNÁNDEZ, 2019).

Tabela 5 – *Value relevance* do VPA, LPA e ESG

		$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VPA	Coeficiente	0,4420	-0,2367	0,4381	0,9570	1,6855	0,1151	0,1483
	Valor-p	0,0000	0,3270	0,0000	0,0000	0,0000	0,6610	0,2040
LPA	Coeficiente	2,1124	3,7175	1,8265	3,6375	1,7782	1,9097	0,8505
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0040	0,1130	0,0390	0,0020
ESG	Coeficiente	-0,0110	-0,0309	0,0120	-0,0144	-0,0246	-0,0300	-0,0045
	Valor-p	0,0669	0,0000	0,2880	0,1980	0,2130	0,0170	0,0780
Constante	Coeficiente	2,4858	3,0402	1,6767	0,3668	-0,6025	4,7355	2,3355
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0040	0,6060	0,6660	0,0000	0,0000
r^2_{overall}		0,4036	0,0122	0,207	0,6812	0,8249	0,285	0,8484
r^2_{between}		0,4674	0,1139	0,1443	0,7625	0,8924	0,2409	0,8927
r^2_{within}		0,2897	0,5278	0,3237	0,4538	0,8225	0,0934	0,0876
χ^2	Coeficiente	45,7524	21,7500	44,5900	45,4700	409,0600	3,3200	6,9300
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0291	0,0027
VIF		1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; ESG = score de environmental, social and corporate governance; VIF = *Variance Inflation Factor*

A relação negativa e significativa entre o ESG e o preço da ação pode ser explicado pelo fato de o ESG ainda ser recente em países da América Latina. Outro motivo que pode explicar esse resultado é fato do crescente número de investidores pessoas físicas, e que via de regra, têm investimentos menores que grandes fundos focados em estratégias ESG, sendo que essas pessoas físicas podem optar por ações sem considerarem o desempenho ESG.

A divergência de resultados pode ser afetada pelo fato de as firmas latino-americanas adotarem práticas ESG não com o propósito de aumentar a QIC, visto que houve relação positiva e significativa do ESG e gerenciamento de resultados (Tabela 3). Por conseguinte, os resultados não permitiram confirmar a H2 de que empresas com maiores níveis de ESG apresentam maiores níveis de preço das ações.

4.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E *VALUE RELEVANCE*

A relação entre o gerenciamento de resultados e o preço das ações é apresentada na Tabela 6. No modelo geral (coluna 1, painéis A, B e C) constata-se que a relação é negativa e significativa. Isso indica que o maior valor de *accruals* afeta negativamente o preço das ações. Esse resultado era esperado, uma vez que os *accruals discricionários* representam uma *proxy*

para baixa QIC, e que maiores níveis desse pode distorcer as decisões dos usuários afetando o preço da ação (NARDI; NAKAO, 2009; SCOTT, 2015). Logo, a H3 desta tese foi confirmada, de que empresas com menores níveis de *accruals discricionários* apresentam maior *value relevance*.

Na análise por país percebe-se que o Brasil e Chile foram os únicos a apresentarem relação significativa, sendo negativa em todos os modelos. Portanto, nesses países, quanto maior as práticas discricionárias menor é a tendência de impacto nos preços das ações.

Tabela 6 – Relação entre gerenciamento de resultados e value relevance

continua...

Painel A – Relação entre <i>accruals discricionários</i> pelo modelo de Jones (1991) e preço da ação								
$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 J1991_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VPA	Coeficiente	-0,0413	0,0061	-0,0541	-0,0062	0,0039	0,0120	-0,2349
	Valor-p	0,0000	0,9370	0,0000	0,6500	0,9250	0,3230	0,0010
LPA	Coeficiente	-0,1515	-0,2948	-0,0835	-0,3272	-0,0974	-0,3222	-0,3574
	Valor-p	0,0002	0,0030	0,0550	0,0070	0,7800	0,0050	0,0160
J1991	Coeficiente	-0,4353	0,7000	-0,7828	-0,8352	0,0855	0,2527	-0,2448
	Valor-p	0,0186	0,3090	0,0060	0,0080	0,9080	0,3990	0,7800
Constante	Coeficiente	0,1802	0,0349	0,2821	0,0229	-0,1385	0,0344	0,7882
	Valor-p	0,0000	0,8380	0,0000	0,5760	0,2440	0,3600	0,0010
r ² _overall		0,0176	0,0262	0,0584	0,0170	0,0001	0,0290	0,0006
r ² _between		0,0043	0,0000	0,0280	0,0471	0,1570	0,1696	0,0000
r ² _within		0,0690	0,0560	0,1170	0,1025	0,0027	0,0325	0,1772
F	Coeficiente	22,5615	6,3700	19,2200	6,5700	0,0600	3,2900	9,4500
	Valor-p	0,0000	0,0017	0,0000	0,0014	0,9806	0,0299	0,0006
VIF		1,1800	1,1800	1,1800	1,1800	1,1800	1,1800	1,1800
Painel B – Relação entre <i>accruals discricionários</i> pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) e preço da ação								
$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 K2005_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis		Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
VPA	Coeficiente	-0,0410	0,0001	-0,0536	-0,0021	0,0016	0,0118	-0,2344
	Valor-p	0,0000	0,9990	0,0000	0,8850	0,9680	0,3330	0,0010
LPA	Coeficiente	-0,1487	-0,2836	-0,0770	-0,3274	-0,1174	-0,3267	-0,3507
	Valor-p	0,0002	0,0040	0,0820	0,0090	0,7370	0,0040	0,0170
K2005	Coeficiente	-0,4846	0,4251	-0,8657	-0,8170	-0,2925	0,3383	-0,0044
	Valor-p	0,0257	0,6600	0,0130	0,0160	0,5540	0,2790	0,9970
Constante	Coeficiente	0,1782	0,0729	0,2771	0,0088	-0,1053	0,0333	0,7698
	Valor-p	0,0000	0,6750	0,0000	0,8290	0,2740	0,3630	0,0010
r ² _overall		0,0179	0,0195	0,0587	0,0204	0,0022	0,0283	0,0006
r ² _between		0,0037	0,0001	0,0230	0,0222	0,1976	0,1657	0,0000
r ² _within		0,0689	0,0443	0,1162	0,1012	0,0050	0,0333	0,1756
F	Coeficiente	22,6502	6,3600	20,51	7,4500	0,1500	3,3800	9,5500
	Valor-p	0,0000	0,0017	0,0000	0,0006	0,9252	0,0270	0,0005
VIF		1,1800	1,1800	1,1800	1,1800	1,1800	1,1800	1,1800
Painel C – Relação entre <i>accruals discricionários</i> pelo modelo de Pae (2005) e preço da ação								
$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 P2005_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis		Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
VPA	Coeficiente	-0,0412	-0,0039	-0,0528	-0,0092	0,0024	0,0087	-0,2345

	Valor-p	0,0000	0,9610	0,0000	0,5000	0,9530	0,4910	0,0010
LPA	Coefficiente	-0,1590	-0,2316	-0,0907	-0,3344	-0,1157	-0,3098	-0,3514
	Valor-p	0,0001	0,0300	0,0450	0,0050	0,7390	0,0060	0,0190
P2005	Coefficiente	-0,5795	1,1745	-0,8051	-1,1952	-0,2407	-0,4585	-0,0318
	Valor-p	0,0058	0,2140	0,0080	0,0020	0,7600	0,1750	0,9710
Constante	Coefficiente	0,1816	0,0317	0,2687	0,0347	-0,1136	0,0721	0,7715
	Valor-p	0,0000	0,8410	0,0000	0,4020	0,3420	0,0730	0,0010
r ² _overall		0,0179	0,0296	0,0539	0,0202	0,0020	0,0362	0,0006
r ² _between		0,0037	0,0035	0,0187	0,0358	0,2723	0,2317	0,0000
r ² _within		0,0704	0,0686	0,1132	0,1172	0,0046	0,0347	0,1756
F	Coefficiente	23,0144	6,7200	19,1500	8,9500	0,0600	3,8300	9,6500
	Valor-p	0,0000	0,0013	0,0000	0,0002	0,9777	0,0166	0,0005
VIF		1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; VIF = *Variance Inflation Factor*.

Ressalta-se que apesar do gerenciamento de resultados ser de difícil captação do mercado, visto que para isso são necessários modelos econométricos, os resultados sugerem que de algum modo os investidores captam algum sinal nos relatórios contábeis. Talvez uma variação de determinada conta de um período para outro em valores relevantes e com explicações não convincentes pode levar os investidores a terem receios de gerenciamento de resultados (lembrando que na prática pode estar ou não ocorrendo). Assim, uma variação anormal da conta de perdas estimadas de crédito de liquidação duvidosa pode ser interpretada por determinados investidores como uma possível prática de gerenciamento de resultados.

4.5 INTERAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E ESG COM *VALUE RELEVANCE*

Na análise final procurou identificar a relação entre a interação do gerenciamento de resultados e ESG com o preço da ação. Espera-se que os resultados apresentem relação positiva, visto que com o maior ESG tem-se a expectativa de menores *accruals discricionários* (GONÇALVES; GAIO; FERRO, 2021; VELTE, 2019, 2021), sendo que menores valores de tais *proxies* pode resultar em maiores valores de preço da ação. Os resultados dessa relação são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 – Relação entre a interação ESG e gerenciamento de resultados com o *value relevance* continua...

Painel A – Relação entre a interação <i>accruals discricionários</i> pelo modelo de Jones (1991) e ESG com o preço da ação								
$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \beta_4 J1991_{i,t} + \beta_5 ESG * J1991_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VPA	Coefficiente	0,4541	-0,2255	0,4536	0,9944	1,6694	0,1273	0,1405
	Valor-p	0,0000	0,3740	0,0000	0,0000	0,0000	0,6330	0,2020
LPA	Coefficiente	2,1123	3,7032	1,8432	3,5904	1,6757	1,8230	0,9133
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0040	0,1630	0,0370	0,0050
ESG	Coefficiente	-0,0127	-0,0341	0,0051	-0,0158	-0,0261	-0,0264	0,0030
	Valor-p	0,0865	0,0000	0,7060	0,2460	0,2300	0,0670	0,7150
J1991	Coefficiente	1,3267	-1,2549	-0,0628	0,5220	-3,5354	4,6438	6,9473
	Valor-p	0,5845	0,5790	0,9870	0,8970	0,3240	0,3810	0,3690
ESG*J1991	Coefficiente	0,0166	0,0436	0,0823	0,0194	0,0331	-0,0713	-0,1200
	Valor-p	0,7424	0,4930	0,2580	0,7530	0,4990	0,4520	0,3750
Constante	Coefficiente	2,3988	3,1096	1,7065	0,2636	-0,3538	4,4785	1,9312
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0120	0,7550	0,8220	0,0000	0,0120
r ² _overall		0,4017	0,0087	0,2117	0,6800	0,8259	0,2706	0,8408
r ² _between		0,4635	0,1063	0,1463	0,7621	0,8897	0,2202	0,9066
r ² _within		0,2931	0,5296	0,3349	0,4552	0,8241	0,0990	0,1152
F	Coefficiente	28,4406	14,07	26,2100	29,0100	491,23	2,2500	3,9300
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0678	0,0139
VIF		3,3300	3,3300	3,3300	3,3300	3,3300	3,3300	3,3300

Painel B – Relação entre a interação *accruals discricionários* pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) e ESG com o preço da ação

$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \beta_4 K2005_{i,t} + \beta_5 ESG * K2005_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
VPA	Coefficiente	0,4574	-0,2222	0,4549	0,9976	1,6530	0,1431	0,1667
	Valor-p	0,0000	0,3710	0,0000	0,0000	0,0000	0,5950	0,2020
LPA	Coefficiente	2,1147	3,7086	1,8440	3,5806	1,7509	1,7276	0,9645
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0040	0,1570	0,0330	0,0020
ESG	Coefficiente	-0,0046	-0,0322	0,0197	-0,0160	-0,0385	-0,0169	0,0037
	Valor-p	0,5100	0,0010	0,1130	0,2400	0,0860	0,1670	0,5800
K2005	Coefficiente	7,2430	0,8428	7,3453	0,2482	-11,7499	15,0963	9,1519
	Valor-p	0,0117	0,7430	0,0840	0,9530	0,1350	0,0250	0,2410
ESG*K2005	Coefficiente	-0,1149	0,0082	-0,1113	0,0345	0,1865	-0,2751	-0,1468
	Valor-p	0,0346	0,9090	0,1170	0,6410	0,1430	0,0330	0,2490
Constante	Coefficiente	2,0302	2,9780	1,1166	0,2549	0,3602	3,9425	1,7916
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,1040	0,7540	0,8160	0,0000	0,0170
r ² _overall		0,4020	0,0093	0,2057	0,6805	0,8232	0,2606	0,8485
r ² _between		0,4592	0,1053	0,1376	0,7628	0,8839	0,2048	0,8998
r ² _within		0,2966	0,5301	0,3283	0,4562	0,8258	0,1521	0,1201
F	Coefficiente	30,5368	15,9500	29,9300	33,3400	428,0500	2,9000	4,5700
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0247	0,0073
VIF		3,1200	3,1200	3,1200	3,1200	3,1200	3,1200	3,1200

Painel C – Relação entre a interação *accruals discricionários* pelo modelo de Pae (2005) e ESG com o preço da ação

$P_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \beta_4 P2005_{i,t} + \beta_5 ESG * P2005_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
VPA	Coefficiente	0,4557	-0,2361	0,4511	0,9830	1,6821	0,1567	0,1585
	Valor-p	0,0000	0,3240	0,0000	0,0000	0,0000	0,5660	0,1470
LPA	Coefficiente	2,1498	3,7172	1,9096	3,5576	1,6232	1,8761	0,8953
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0040	0,1380	0,0490	0,0150
ESG	Coefficiente	-0,0111	-0,0342	0,0081	-0,0133	-0,0255	-0,0246	-0,0023
	Valor-p	0,0944	0,0010	0,5110	0,2880	0,2970	0,0420	0,5670
P2005	Coefficiente	3,7494	-5,0118	1,2793	8,6156	-7,0957	11,7344	5,0955
	Valor-p	0,2671	0,0520	0,7860	0,1610	0,5670	0,1330	0,3640
ESG*P2005	Coefficiente	-0,0161	0,0859	0,0766	-0,1036	0,0768	-0,1633	-0,0636
	Valor-p	0,8074	0,2770	0,3870	0,3000	0,6710	0,2150	0,5000
Constante	Coefficiente	2,3017	3,2765	1,5610	0,1331	-0,3978	4,2004	2,0939
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0160	0,8620	0,8240	0,0000	0,0010

r ² _overall		0,3966	0,0081	0,2086	0,6804	0,8268	0,2536	0,8455
r ² _between		0,4525	0,1086	0,1427	0,7603	0,8925	0,1878	0,9005
r ² _within		0,2945	0,5371	0,3352	0,4612	0,8258	0,1186	0,1208
F	Coefficiente	28,9510	18,5200	26,8400	48,0900	444,1600	2,3700	4,7700
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0559	0,0060
VIF		3,0800	3,0800	3,0800	3,0800	3,0800	3,0800	3,0800

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; Inter = interação entre ESG e J1991; Inter1 = interação entre ESG e K2005; Inter2 = interação entre ESG e P2005; VIF = *Variance Inflation Factor*.

Os resultados (Tabela 7) para o modelo geral (coluna 1 dos painéis A, B e C) mostram que a interação entre o ESG e *accruals discricionários* é significativa e positiva apenas no modelo Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005). Esse resultado não era esperado, devido ao ESG, teoricamente, reduzir as práticas de gerenciamento de resultados, o que deveria contribuir para o aumento do *value relevante*. Na análise por país, percebe-se que houve relação significativa positiva apenas no México no mesmo modelo. Portanto, os resultados não permitem confirmar a H4, isto é, a interação entre ESG e gerenciamento de resultados não foi capaz de aumentar o *value relevance*.

Esse resultado pode ser explicado por quatro fatores: i) o ESG ainda é recente na América Latina, e, os investidores ainda não estão considerando tais práticas em suas tomadas de decisões; e ii) a dificuldade de mensurar quanto e quando a empresa gerenciou os resultados não permite que os usuários tomem suas decisões de forma segura sobre os números contábeis; iii) a adoção do ESG nos primeiros anos podem afetar o resultado, mas após esse período inicial, ele pode deixar de afetar o preço da ação, pois o investidor já sabe que a firmas tem preocupação com as práticas ambientais, sociais e de governança corporativa, não trazendo nenhuma “novidade” para o investidor; iv) os gestores tem usado o ESG como forma de ocultar comportamento oportunista (Tabela 6), além desse não ser capaz de aumentar o preço das ações (Tabela 5).

Diante dos resultados apresentados anteriormente é possível concluir que a tese foi parcialmente aceita. Isso porque quanto mais a empresa adota práticas de gerenciamento de resultados menor é o preço de suas ações, sugerindo que os investidores punem as organizações com informações de menor qualidade devido a adoção de mais práticas discricionárias. Quanto maior é o nível de divulgação ESG menor é o preço das ações, no qual, isso pode ser devido as companhias com melhor desempenho ESG apresentarem maior nível de gerenciamento de

resultados. E a interação ESG e gerenciamento de resultados reduz significativamente o preço das ações, porém, apenas em um modelo de gerenciamento de resultados.

4.6 ANÁLISE DE ROBUSTEZ

A primeira análise de robustez consiste em verificar como o período de pandemia afetou a relação do gerenciamento de resultados e ESG (Tabela 8). Os resultados evidenciam que no período anterior à pandemia houve uma relação negativa entre o ESG e gerenciamento de resultado no modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005). Constata-se também que nos outros modelos, apesar de não ser significativa, a relação foi negativa. Assim, percebe-se que no período anterior, há indícios de que as empresas que investiam em ESG buscavam fazer com o propósito de aumentar a QIC.

Tabela 8 – Análise da relação entre ESG e gerenciamento de resultados segregado pelo período de pandemia e sem pandemia

Variáveis	Estatística	Não			Sim		
		J1991	K2005	P2005	J1991	K2005	P2005
ESG	Coefficiente	-0,0001	-0,0002	-0,0000	0,0003	0,0002	0,0002
	Valor-p	0,6140	0,0560	0,6620	0,0790	0,1720	0,1630
ROA	Coefficiente	0,0472	0,0591	0,0088	-0,1460	0,0123	-0,0932
	Valor-p	0,3790	0,2130	0,8220	0,0370	0,8450	0,1040
END	Coefficiente	0,0592	0,0578	0,0096	0,0425	0,0316	0,0297
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,5600	0,0560	0,1330	0,0910
FCO	Coefficiente	-0,1590	-0,0274	-0,0343	-0,1196	-0,0729	-0,0949
	Valor-p	0,0050	0,5680	0,3920	0,1270	0,3410	0,1050
Lntam	Coefficiente	-0,0152	-0,0125	-0,0113	-0,0049	-0,0041	-0,0034
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0990	0,1560	0,1920
Mulheres	Coefficiente	0,0005	0,0004	0,0002	-0,0006	-0,0007	-0,0001
	Valor-p	0,0520	0,0750	0,4580	0,0820	0,0170	0,7060
MTB	Coefficiente	0,0001	-0,0008	-0,0018	0,0037	0,0024	0,0003
	Valor-p	0,9610	0,5560	0,1600	0,0400	0,1700	0,8400
Indepmembros	Coefficiente	-0,0001	-0,0001	-0,0000	0,0000	0,0001	0,0001
	Valor-p	0,3220	0,2840	0,8350	0,9560	0,3090	0,4160
Constante	Coefficiente	0,3596	0,3057	0,2983	0,1354	0,1117	0,1071
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0290	0,0690	0,0510
r ² _overall		0,1887	0,1716	0,2051	0,2121	0,1069	0,2238
r ² _between		0,3079	0,3125	0,3087	0,3000	0,1449	0,3360
r ² _within		0,0569	0,0339	0,0125	0,0463	0,0093	0,0461
χ^2	Coefficiente	175,25	154,05	121,29	134,65	67,23	213,99
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações		1.021	1.021	1.021	398	398	398

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação.

Por outro lado, no período pós-pandemia, houve uma relação positiva e significativa do ESG e *accruals discricionários* no modelo de Jones (1991). Além disso, nos outros modelos a relação foi positiva e não significativa. Essa relação positiva indica que após o início da pandemia, as empresas da América Latina usaram o período para divulgar melhor desempenho ESG com o propósito de criar uma melhor imagem no mercado, e ao mesmo tempo, divulgaram informações contábeis com maior tendência de práticas discricionárias.

Em análise complementar percebe-se que tanto a média do gerenciamento de resultados quanto do ESG no período pós-pandemia é estatisticamente maior que o período anterior (teste de Wilcoxon). Considerando que houve uma relação positiva do gerenciamento de resultado e ESG pode ser um indício de que as empresas aumentaram as práticas de ESG com o propósito de serem bem-vistas pelo mercado. Isso porque estudos mostram que durante a pandemia as companhias com maiores ESG apresentaram menores reduções nos preços das ações (DÍAZ; IBRUSHI; ZHAO, 2021; DING *et al.*, 2021); obtiveram maior retorno e menor volatilidade (ALBUQUERQUE *et al.*, 2020; ENGELHARDT; EKKENGA; POSCH, 2021); tiveram maior atenuação do risco financeiro e atraíram mais investidores (BROADSTOCK *et al.*, 2021).

A segunda análise de robustez consiste em verificar como o período de pandemia afetou a relação do gerenciamento de resultados e *value relevance* (Tabela 9). Os resultados evidenciam que no período anterior à pandemia não houve relação estatisticamente significativa entre o *value relevance* e o gerenciamento de resultados. Já no período posterior ao início da pandemia houve uma relação positiva e significativa no modelo de Jones (1991).

Tabela 9 – Análise da relação entre gerenciamento de resultados e value relevance segregado pelo período de pandemia e sem pandemia

continua...

Variáveis	Estatística	Não			Sim		
		J1991	K2005	P2005	J1991	K2005	P2005
VPA	Coefficiente	0,4750	0,4772	0,4726	0,6822	0,6781	0,6775
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
LPA	Coefficiente	2,2347	2,2207	2,2451	0,5009	0,4615	0,4999
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,2150	0,2560	0,2160
J1991	Coefficiente	1,1868			2,0133		
	Valor-p	0,2940			0,0580		
K2005	Coefficiente		1,7603			0,5894	
	Valor-p		0,2690			0,6060	
P2005	Coefficiente			1,1317			0,9414
	Valor-p			0,4090			0,4380
Constante	Coefficiente	1,6170	1,5854	1,6437	1,4225	1,5507	1,5273
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
r ² _overall		0,3966	0,3970	0,3958	0,4257	0,4219	0,4219
r ² _between		0,4789	0,4782	0,4777	0,4706	0,4671	0,4664
r ² _within		0,3320	0,3330	0,3321	0,0079	0,0054	0,0056

χ^2	Coefficiente	209,05	224,46	211,41	122,23	112,78	123,69
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações		1.021	1.021	1.021	398	398	398
VIF		1,1900	1,1900	1,2000	1,1900	1,1900	1,2000

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação.

Todavia, pode ser justificado pelo fato de os investidores terem direcionado mais sua visão para a situação conturbada da pandemia e não ter observado as ações das empresas que indicaram melhores práticas de gerenciamento de resultados. As melhores práticas de gerenciamento podem ser observadas ao verificar que há diferença estatisticamente significativa, medido em seus três modelos, comparando o período com e sem pandemia, pelo modelo de Wilcoxon para amostras dependentes. Ressalta-se que o preço das ações não apresentou diferença estatisticamente significativa.

A terceira análise de robustez consiste em verificar como o período de pandemia afetou a relação do ESG e *value relevance* (Tabela 10).

Tabela 10 – Análise da relação entre ESG e *value relevance* segregado pelo período de pandemia e sem pandemia

Variáveis	Estatística	Não	Sim
VPA	Coefficiente	0,4712	0,6766
	Valor-p	0,0000	0,0000
LPA	Coefficiente	2,2323	0,4511
	Valor-p	0,0000	0,2690
ESG	Coefficiente	-0,0019	-0,0007
	Valor-p	0,7040	0,9010
Constante	Coefficiente	1,7820	1,6263
	Valor-p	0,0000	0,0000
r ² _{overall}		0,3954	0,2954
r ² _{between}		0,4775	0,3952
r ² _{within}		0,3319	0,0044
χ^2	Coefficiente	80,2700	7,5600
	Valor-p	0,0000	0,0228
Observações		1.021	398
VIF		1,1800	1,1800

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação.

Os resultados evidenciam que não há relação estatisticamente significativa entre o ESG e o *value relevance* no período antes e após início da pandemia. Desse modo, infere-se que a segregação do ESG em dois períodos (anterior e pós-início) da pandemia não explica o *value*

relevance das entidades. Por sua vez, o LPA foi significativo (positivo) apenas no período anterior da pandemia, sendo que o lucro gerado não foi capaz de afetar o preço das ações após o início da pandemia. Isso pode ser explicado pelo fato de maior receio do mercado à pandemia, sendo que os investidores tenderam a aplicar dinheiro em investimentos mais seguros, como o ouro (SALISU; VO; LUCEY, 2021). Além disso, a redução da capacidade da empresa em gerar lucro pode ter afetado o preço das ações, pois quanto maior o lucro maior é a tendência do preço das ações.

A quarta análise de robustez consiste em verificar como o período de pandemia afetou a interação do ESG e gerenciamento de resultados afetando o *value relevance* (Tabela 11).

Tabela 11 – Análise da relação entre a interação ESG e gerenciamento de resultados com o *value relevance* segregado pelo período de pandemia e sem pandemia

Variáveis	Estatística	Não			Sim		
		J1991	K2005	P2005	J1991	K2005	P2005
VPA	Coeficiente	0,4752	0,4808	0,4747	0,6839	0,6773	0,6792
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
LPA	Coeficiente	2,2322	2,2254	2,2362	0,4766	0,4522	0,4793
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,2430	0,2680	0,2430
AD	Coeficiente	0,5997	5,2373	2,6497	4,3430	3,8212	2,2645
	Valor-p	0,7910	0,0780	0,3920	0,1180	0,2070	0,4660
ESG	Coeficiente	-0,0024	0,0030	-0,0002	0,0027	0,0033	0,0011
	Valor-p	0,7040	0,6190	0,9710	0,6680	0,5930	0,8530
ESG*AD	Coeficiente	0,0135	-0,0835	-0,0350	-0,0445	-0,0618	-0,0261
	Valor-p	0,7730	0,1610	0,5690	0,3960	0,2540	0,6610
Constante	Coeficiente	1,7209	1,4410	1,6439	1,2835	1,3824	1,4732
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
r ² _overall		0,3956	0,3947	0,3938	0,4248	0,4221	0,4208
r ² _between		0,4770	0,4730	0,4736	0,4696	0,4676	0,4650
r ² _within		0,3328	0,3366	0,3335	0,0095	0,0068	0,0063
χ^2	Coeficiente	214,2700	230,2000	218,47	124,2600	114,8200	129,4300
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações		1.021	1.021	1.021	398	398	398
VIF		3,8600	3,8300	3,8400	3,8600	3,8300	3,8400

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); AD = *accruals* discricionários; ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação.

Os resultados indicaram que não houve relação significativa entre a interação do ESG e gerenciamento de resultados no período segregado pela pandemia. Constatou-se também que houve uma relação positiva do gerenciamento de resultados e *value relevance* pelo modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005). Esse resultado não era esperado, mas pode ser explicado pela dificuldade de mensurar quando uma empresa faz prática de gerenciamento de resultados e pelo estágio ainda embrionário das práticas ESG na América Latina.

A quinta análise de robustez consiste em verificar se há uma relação bidirecional entre o gerenciamento de resultados e ESG (Tabela 12). Os resultados dos Painéis A e B (coluna 1) mostram que há uma relação positiva e significativa entre o ESG e gerenciamento de resultados no modelo Jones (1991). Isso sugere que os gestores podem estar usando o ESG como forma de mascarar as práticas discricionárias, e, caso futuramente a empresa tenha algum problema relativo à descoberta de tais práticas, os gestores podem se defender mencionando que eles sempre tiveram preocupações com os aspectos ESG.

Tabela 12 – Análise da relação entre o gerenciamento de resultados e ESG

continua...

Painel A - Relação entre ESG e Gerenciamento de Resultados Jones (1991)								
$ESG_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 J1991_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
J1991	Coefficiente	14,2386	5,2821	9,9464	19,0125	32,8064	6,8628	29,7821
	Valor-p	0,0072	0,7020	0,0870	0,3810	0,0220	0,6720	0,1030
ROA	Coefficiente	8,0342	-20,7175	-2,6413	33,6930	96,0512	26,3806	48,5635
	Valor-p	0,3783	0,3830	0,8090	0,4100	0,0450	0,2830	0,2090
END	Coefficiente	19,2759	11,6625	13,4425	24,6947	-8,0127	29,8734	50,6071
	Valor-p	0,0012	0,1870	0,0420	0,2470	0,5610	0,0050	0,0150
FCO	Coefficiente	10,3342	26,2269	-2,6280	69,1471	-85,3056	9,1955	-17,3709
	Valor-p	0,2063	0,0850	0,7910	0,0100	0,1100	0,4520	0,5590
Lntam	Coefficiente	7,2990	0,5319	9,1837	8,7146	0,2652	4,8504	2,3206
	Valor-p	0,0000	0,8020	0,0000	0,0140	0,9320	0,0870	0,5950
Mulheres	Coefficiente	0,2011	-0,1819	0,1305	0,3467	-0,3281	0,7288	0,6283
	Valor-p	0,0269	0,2320	0,1780	0,3000	0,0080	0,0020	0,0490
MTB	Coefficiente	-0,4854	-1,9363	0,4903	-3,9045	-2,1331	-1,9379	-1,5546
	Valor-p	0,1431	0,0000	0,2120	0,1270	0,1600	0,0340	0,6520
Indepmembros	Coefficiente	0,1613	0,1181	0,1021	0,3145	0,2985	0,1652	0,1920
	Valor-p	0,0000	0,1760	0,0010	0,0130	0,0010	0,1720	0,0200
Constante	Coefficiente	-136,5905	21,9892	-171,5908	-178,9331	41,9817	-91,5095	-51,9628
	Valor-p	0,0000	0,6010	0,0000	0,0180	0,5410	0,1520	0,5450
r ² _overall		0,2412	0,1797	0,3126	0,1868	0,2666	0,2267	0,1733
r ² _between		0,2610	0,1945	0,3464	0,0975	0,1122	0,2138	0,2864
r ² _within		0,1219	0,3312	0,1434	0,2304	0,3990	0,2372	0,3091
χ^2	Coefficiente	120,4669	58,7000	76,6400	51,7200	296,0900	36,7200	155,9700
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF		1,2000	1,2000	1,2000	1,2000	1,2000	1,2000	1,2000

Painel B – Relação entre ESG e Gerenciamento de Resultados Kothari, Leone e Wasley (2005)								
$ESG_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 K2005_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
ESG	Coefficiente	4,9570	6,7823	6,4144	8,4409	13,5734	-9,8925	28,4880
	Valor-p	0,4153	0,6400	0,4130	0,6850	0,6920	0,3600	0,1800
ROA	Coefficiente	8,2201	-20,9789	-2,5561	36,3348	78,7670	26,7086	37,7994
	Valor-p	0,3680	0,3790	0,8160	0,3740	0,1410	0,2590	0,2920
END	Coefficiente	20,1436	11,6920	13,6150	23,9075	-33,1442	30,9705	52,4551
	Valor-p	0,0007	0,1870	0,0400	0,2620	0,2160	0,0030	0,0060
FCO	Coefficiente	9,1306	26,4141	-3,5999	66,4559	-98,3612	9,6072	-18,8059
	Valor-p	0,2636	0,0800	0,7150	0,0170	0,0880	0,4120	0,5540

Lntam	Coefficiente	7,0656	0,5616	9,0291	8,7037	1,0855	4,6111	1,6755
	Valor-p	0,0000	0,7910	0,0000	0,0130	0,7610	0,0900	0,7030
Mulheres	Coefficiente	0,2031	-0,1837	0,1318	0,3645	-0,3204	0,7486	0,5874
	Valor-p	0,0272	0,2330	0,1740	0,2800	0,0480	0,0010	0,0590
MTB	Coefficiente	-0,4776	-1,9237	0,5067	-3,9665	-3,1002	-1,8326	-1,4144
	Valor-p	0,1537	0,0000	0,1960	0,1200	0,1630	0,0430	0,6840
Indepmembros	Coefficiente	0,1622	0,1217	0,1021	0,3255	0,2838	0,1616	0,2074
	Valor-p	0,0000	0,1680	0,0010	0,0100	0,0040	0,1830	0,0120
Constante	Coefficiente	-131,4037	21,2139	-168,0483	-178,1477	42,6529	-86,1288	-38,2976
	Valor-p	0,0000	0,6140	0,0000	0,0180	0,5760	0,1620	0,6580
r ² _overall		0,2402	0,1791	0,3138	0,1849	0,3005	0,2361	0,1823
r ² _between		0,2590	0,1959	0,3481	0,0971	0,1051	0,2257	0,2898
r ² _within		0,1179	0,3307	0,1410	0,2280	0,2479	0,2360	0,3025
χ^2	Coefficiente	114,9333	58,1600	69,3900	52,9100	95,4700	44,4800	89,7000
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF		1,1900	1,1900	1,1900	1,1900	1,1900	1,1900	1,1900

Painel C – Relação entre ESG e Gerenciamento de Resultados Pae (2005)

$$ESG_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 P2005_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 Lntam_{i,t} + \beta_6 Mulheres_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Indepmembros_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	Estatística	Geral	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
ESG	Coefficiente	14,6975	-7,9382	0,5800	56,5722	51,5001	9,7008	-5,0571
	Valor-p	0,0379	0,4650	0,9370	0,0660	0,0000	0,6000	0,7690
ROA	Coefficiente	8,4665	-20,4668	-2,1753	29,2799	82,0431	26,4435	35,4523
	Valor-p	0,3486	0,3870	0,8420	0,4500	0,0730	0,2750	0,3980
END	Coefficiente	20,0590	13,0211	13,8602	24,1554	-18,3030	29,9077	56,0237
	Valor-p	0,0007	0,1200	0,0360	0,2470	0,3290	0,0050	0,0050
FCO	Coefficiente	9,2770	24,4963	-3,9595	69,3933	-79,6270	8,6784	-20,6546
	Valor-p	0,2525	0,1200	0,6860	0,0170	0,1190	0,4550	0,5350
Lntam	Coefficiente	7,2034	0,2533	8,9382	8,7171	0,1857	5,0256	2,2135
	Valor-p	0,0000	0,9050	0,0000	0,0140	0,9540	0,0860	0,6290
Mulheres	Coefficiente	0,1990	-0,2037	0,1323	0,3036	-0,2795	0,7275	0,5929
	Valor-p	0,0300	0,1730	0,1760	0,3490	0,0230	0,0020	0,0550
MTB	Coefficiente	-0,4514	-2,0467	0,5057	-3,7278	-2,9531	-1,9055	-1,1664
	Valor-p	0,1762	0,0000	0,1990	0,1560	0,0760	0,0350	0,7200
Indepmembros	Coefficiente	0,1582	0,1239	0,1011	0,2846	0,3157	0,1668	0,1996
	Valor-p	0,0000	0,1630	0,0010	0,0200	0,0010	0,1750	0,0140
Constante	Coefficiente	-134,6882	28,4103	-165,8276	-178,6875	49,5729	-95,5902	-49,7777
	Valor-p	0,0000	0,4990	0,0000	0,0180	0,4820	0,1500	0,5790
r ² _overall		0,2400	0,1801	0,3158	0,2041	0,3212	0,2255	0,1663
r ² _between		0,2598	0,1804	0,3496	0,1130	0,1251	0,2124	0,2603
r ² _within		0,1212	0,3353	0,1396	0,2438	0,3520	0,2378	0,3032
χ^2	Coefficiente	111,8723	52,6000	69,0100	46,4900	198,4700	33,8200	75,7700
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF		1,1900	1,1900	1,1900	1,1900	1,1900	1,1900	1,1900

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indepmembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa; VIF = *Variance Inflation Factor*.

O endividamento apresentou relação positiva e significativa com o ESG no modelo geral (coluna A) de todos os modelos. Isso indica que empresas mais endividadas divulgam mais informações voluntárias (ESG), com o propósito de mostrar aos credores que não está

ocorrendo transferência de riqueza para os acionistas. Esses resultados estão conforme o estudo de Santos *et al.* (2022), que encontraram associação positiva e significativa entre a estrutura de capital total e o ESG nas companhias latino-americanas.

O tamanho apresentou relação positiva e significativa com o ESG em todos os modelos. Isso pode ser explicado pelo fato de maiores entidades possuírem mais recursos para investimentos em ESG. Além disso, elas podem ser referências para as demais empresas, e, assim, ao adotar melhor desempenho ESG, elas acabam atraindo a atenção do mercado, podendo ser um diferencial no preço das ações.

A quantidade de mulheres no *board* apresentou relação positiva e significativa com o ESG. Esse resultado pode ser devido as mulheres possuírem maior consciência com o meio ambiente, sociedade e governança corporativa, visto que elas são mais éticas e conservadoras. E a quantidade de membros independentes apresentou relação positiva e significativa com o ESG. Logo, quanto maior for a independência do conselho, maior é a tendência de a empresa apresentar melhor desempenho ESG. Isso pode ocorrer, pois a independência apresenta maior monitoração das práticas dos gestores, o que pode conduzir os administradores a adotarem mais práticas ESG, seja para resguardar a sua reputação (conforme a relação positiva com o gerenciamento), seja para mostrar o empenho da firma em preservar o meio ambiente, manter as igualdades nas organizações ou ainda ter uma governança corporativa que garanta a perenidade da entidade.

Na análise por país a relação é positiva e significativa no modelo de Jones (1991) para o Brasil e Colômbia, colunas 3 e 5, respectivamente do painel A e para Chile e Colômbia nas colunas 4 e 5 do painel C. Portanto, esses resultados sugerem que os gestores usam o ESG como forma de proteger a sua reputação de possíveis situações de manipulações de resultados no futuro.

O ROA por país apresentou relação positiva e significativa para a Colômbia, conforme painéis A e C. Isso indica que as empresas mais rentáveis, nesse país, apresentam maior nível de ESG. Esse resultado pode ser reforçado pelo fato de as companhias mais rentáveis possuírem mais recursos para investimentos em práticas de ESG e nas divulgações voluntárias.

A relação do endividamento foi significativa para o Brasil, México e Peru nos três painéis. Esse resultado sugere que o maior nível de endividamento conduz os gestores a divulgação de melhor desempenho ESG com o propósito de reduzir os receios dos credores de transferência de riqueza.

O FCO apresentou relação positiva para o Chile nos três modelos; para a Argentina a relação ocorreu nos painéis A e B; e Colômbia para o painel B. Esses resultados podem ser em decorrência de as empresas que são capazes de gerar mais caixa operacional possuem mais disponibilidades para investimentos em práticas de ESG. O Lntam apresentou relação positiva e significativa para o Brasil, Chile e México nos três modelos. Portanto, empresas maiores têm maior propensão a divulgar informações voluntárias ESG para atração de investidores e manutenção/reparação de reputação.

A variável mulheres apresentou relação negativa e significativa para os três modelos na Colômbia e positiva e significativa para o México e Peru também nos três modelos. A relação negativa na Colômbia não era esperada, dado que esse é o país com maior proporção de mulheres e com a maior nota ESG. Já a relação positiva e significativa era esperada, uma vez que as mulheres por serem mais éticas e conservadoras tendem a adotar medidas que preservem o meio-ambiente, aumenta a igualdade social e a governança corporativa.

O MTB apresentou relação negativa e significativa para a Argentina e México em todos os modelos e para a Colômbia apenas no painel C. Esse resultado sugere que as empresas com maior propensão de valor de mercado em relação ao valor patrimonial, são menos propensas a investirem em melhores práticas ESG. Dessa maneira, há indicativo, de que o mercado na América Latina, ainda não conseguiu entender a importância do ESG, de forma, a refletir no preço das ações em relação ao capital próprio.

E a independência apresentou relação positiva e significativa com todos os países, exceto Argentina e México, cuja relação foi não significativa. Essa relação positiva sugere que a maior independência contribui para que os gestores sejam mais monitorados, e, por isso, eles podem adotar mais práticas ESG, seja para resguardar a sua reputação seja para mostrar o empenho da firma em preservar o meio ambiente, manter a igualdade social nas entidades ou ainda ter uma governança corporativa que garanta a perenidade da companhia.

A sexta análise de robustez consiste em verificar como o período de pandemia afetou a relação bidirecional do ESG e gerenciamento de resultados (Tabela 13). Os resultados indicam que houve relação positiva e significativa apenas para o modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) no período pós início da Covid-19. Assim, após o início da pandemia, os gestores aumentaram o nível de práticas discricionárias, bem como de adoção de melhor desempenho ESG. Portanto, isso pode indicar que os gestores podem ter investido mais em desempenho ESG para resguardar de possíveis situações inesperadas no futuro. O resultado

também pode ter sido pelo fato de o ESG ter sido o responsável pelas menores quedas nos preços das ações (DÍAZ; IBRUSHI; ZHAO, 2021; DING *et al.*, 2021) e menor volatilidades (ALBUQUERQUE *et al.*, 2020; BROADSTOCK *et al.*, 2021; ENGELHARDT; EKKENGA; POSCH, 2021).

Tabela 13 – Análise da relação bidirecional entre o ESG e gerenciamento de resultados segregado pelo período de pandemia e sem pandemia

Variáveis	Estatística	Não			Sim		
		J1991	K2005	P2005	J1991	K2005	P2005
ESG	Coefficiente	-1,2660	-6,5517	3,9273	9,1323	15,9485	-2,1829
	Valor-p	0,8300	0,3180	0,5740	0,1760	0,0470	0,7600
ROA	Coefficiente	-8,1207	-7,9086	-8,0976	29,6447	25,3552	26,6643
	Valor-p	0,4150	0,4280	0,4170	0,0020	0,0070	0,0050
END	Coefficiente	19,4789	19,8193	19,3292	6,0049	6,1343	6,0543
	Valor-p	0,0060	0,0050	0,0070	0,3190	0,3070	0,3150
FCO	Coefficiente	-2,8053	-2,9127	-2,4632	7,9031	7,6636	6,8818
	Valor-p	0,7390	0,7280	0,7700	0,4370	0,4420	0,4870
Lntam	Coefficiente	6,3438	6,2571	6,4216	7,6759	7,6686	7,6571
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Mulheres	Coefficiente	0,1474	0,1510	0,1454	0,2502	0,2512	0,2440
	Valor-p	0,1680	0,1570	0,1720	0,0010	0,0010	0,0010
MTB	Coefficiente	-0,0509	-0,0508	-0,0478	-0,1951	-0,2040	-0,1368
	Valor-p	0,8890	0,8900	0,8960	0,5680	0,5480	0,6580
Indepmembros	Coefficiente	0,1298	0,1293	0,1294	0,0822	0,0834	0,0832
	Valor-p	0,0010	0,0010	0,0010	0,0670	0,0600	0,0630
Constante	Coefficiente	-113,3027	-111,3143	-115,1709	-133,0860	-132,9956	-131,7668
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
r ² _overall		0,2398	0,2418	0,2389	0,2813	0,2786	0,2756
r ² _between		0,2338	0,2347	0,2338	0,2962	0,2943	0,2908
r ² _within		0,0868	0,0875	0,0871	0,1023	0,1161	0,0999
χ^2	Coefficiente	68,6700	66,4100	66,7900	121,2700	136,3900	111,0500
	Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações		1,021	1,021	1,021	398	398	398
VIF		1,2000	1,1900	1,1900	1,2000	1,1900	1,1900

Fonte: elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação.

O endividamento apresentou relação positiva e significativa apenas no período anterior a pandemia. Isso pode indicar que antes do início da pandemia, os gestores das empresas mais endividadas divulgavam mais informações com o propósito de retirar suspeitas de transferências de riqueza para os sócios. Com isso, eles conseguiriam mais recursos de capital de terceiros.

O tamanho apresentou relação positiva e significativa em todos os modelos e períodos, sugerindo que as maiores empresas por serem referências e em média ter maior facilidade de divulgar informações voluntárias, acabam por manter maior nível de informações ESG.

Situação semelhante ocorre com a independência, cuja relação é positiva e significativa em todos os modelos e períodos, mostrando que a independência do *board* pode ser uma forma da empresa divulgar mais informações voluntárias, o que pode contribuir para aumento da qualidade da informação.

Já a quantidade de mulheres apresentou relação positiva e significativa apenas após o início da pandemia, sugerindo que as companhias que possuíam mais mulheres no *board* conseguiram divulgar mais informações voluntárias. Esse resultado pode ser corroborado pelo fato de as empresas terem um aumento significativo no ESG (Wilcoxon) após o início da pandemia, e, que as firmas com mais mulheres no *board* terem buscado forma de reduzir os impactos da Covid-19.

Diante dos resultados apresentados anteriormente, o Quadro 8, apresenta as hipóteses e se houve ou não aceitação e o motivo.

Quadro 8 – Resumo das hipóteses

Hipótese	Situação
H1: As empresas com maior ESG apresentam menor nível de gerenciamento de resultados.	Não aceita, pois houve relação positiva (dois modelos), sugerindo que maior ESG indica maior nível de gerenciamento de resultados.
H2: As empresas com maior ESG apresentam maior <i>value relevance</i> .	Não aceita, uma vez que a relação foi negativa, isto é, quanto maior o desempenho ESG menor tende a ser o preço das ações.
H3: As empresas com maior nível de gerenciamento de resultados apresentam menor <i>value relevance</i> .	Aceita, pois houve uma relação negativa (em todos os modelos) entre os accruals discricionários e o preço das ações.
H4: A interação entre ESG e gerenciamento de resultados aumenta o <i>value relevance</i> .	Não aceita, pois houve relação negativa (em um modelo) entre a interação ESG e gerenciamento de resultados com o preço das ações.

Fonte: Elaborado pelo autor

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese teve como objetivo analisar a relação do ESG com o gerenciamento de resultado e *value relevance*. A tese proposta é: o ESG, o gerenciamento de resultados e a interação entre ESG e gerenciamento de resultados alteram o *value relevance*. Para alcançar o objetivo e a tese foram analisadas as empresas da América Latina no período 2010-2021. Como forma de alcançar esse objetivo e tese declarada foram investidos quatro objetivos específicos.

Na primeira hipótese foi analisada se há relação negativa entre o ESG e gerenciamento de resultados. Os resultados revelaram que há uma relação positiva e significativa em dois modelos (Jones (1991) e Pae (2005)). Esse resultado não era esperado, em virtude da Teoria dos *Stakeholders* e literatura anterior tratarem as empresas com mais ESG como mais propensas a adotarem menos práticas discricionárias, em decorrência do ESG representar o maior comprometimento com a transparência. Esses resultados podem trazer implicações para os investidores, pois há indícios de que o desempenho ESG está ligado a perspectiva da Teoria da Agência, isto é, maiores valores ESG indicam que, em média, as organizações estão mais voltadas às práticas discricionárias nos resultados contábeis.

Na segunda hipótese investigou se o ESG e o preço da ação estão associados positivamente. Conforme os resultados houve uma relação negativa, sugerindo que as organizações mais engajadas em práticas ESG possuem menores preços de ações. Esse resultado pode ser devido as entidades divulgam melhor desempenho ESG com o propósito de apresentar um desempenho socialmente responsável apenas com a finalidade de criar uma reputação na mídia, mas que possuem relatórios contábeis com maiores práticas discricionárias. Portanto, os resultados implicam que investidores, em média, são menos propensos a aplicarem seu capital em firmas com melhor desempenho ESG.

Na terceira hipótese investigou se relação negativa entre o gerenciamento de resultados e o preço das ações. Os resultados revelaram que há uma relação negativa em todos os modelos, isto é, quanto mais as empresas adotam práticas discricionárias menor tende a ser o preço das ações. Portanto, os resultados implicam que as empresas com mais práticas discricionárias tendem a menor preço das ações. Isso reforça aos usuários que é preciso cautela na análise dos relatórios contábeis a fim de evitar alocar capital em empresas que não tem sustentação dos resultados futuros.

Nessa discussão é importante identificar, junto aos investidores, quais são as táticas adotadas por eles para chegarem a essa conclusão. Isso porque a identificação de práticas de

gerenciamento de resultado não é uma tarefa fácil na prática, sendo ela normalmente identificada em estudos acadêmicos (COELHO; LIMA, 2009; DECHOW; SKINNER, 2000). Portanto, pesquisadores podem investigar quais são as formas usadas pelos investidores para identificar tais práticas.

E na última hipótese analisou a relação entre a interação ESG e gerenciamento de resultados com o preço das ações. Os resultados revelaram relação significativa e negativa apenas no modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005). Isso implica que as organizações com maior ESG tem reduzido o gerenciamento de resultados de forma a afetar o preço das ações.

Portanto, a tese proposta foi parcialmente aceita, visto que nem todos os modelos apresentarem relação significativa. Desse modo, as empresas com mais práticas de gerenciamento de resultados tendem a apresentar menor preço de suas ações; entidades com maior nível de divulgação ESG tende a apresentar menor preço das ações e a interação do ESG e gerenciamento de resultados reduzem significativamente o preço das ações em um dos modelos de gerenciamento de resultados utilizados. Logo, percebe-se que o ESG, o gerenciamento de resultados e a interação entre ESG e gerenciamento de resultados alteram o *value relevance*. Ressalta-se que o ESG e a interação ESG e gerenciamento de resultados afetaram diferente do esperado e o gerenciamento de resultado como esperado.

Esses resultados podem chamar a atenção para o fato de os órgãos reguladores poderem aumentar a fiscalização nas divulgações das companhias que apresentam maior ESG, pois na média, os resultados indicam que elas tem maior nível de gerenciamento de resultados. Para investidores, o estudo implica que a divulgação de melhor desempenho ESG não sugere em maior preço das ações. Isso pode ser pelo fato de o ESG ainda ser recente na América Latina, e, que os investidores estão mais focados nos resultados contábeis.

Para futuros estudos, pesquisadores podem analisar se a interação ESG e gerenciamento de resultados afeta a estrutura de capital, visto que os estudos anteriores têm analisados essas variáveis de forma isolada. Os estudos também podem investigar a relação do ESG e comparabilidade, dado que as pesquisas prévias também não analisaram tais práticas, sendo esperado que as empresas com mais informações ESG tenham maior comparabilidade. Ainda podem procurar identificar com os investidores têm identificado práticas de gerenciamento de resultados nos relatórios contábeis, por meio de entrevistas/questionários, em decorrência da relação negativa entre gerenciamento de resultados e preços das ações.

REFERÊNCIAS

AKINWANDE, M. O.; DIKKO, H. G.; SAMSON, A. Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable(s) in Regression Analysis. **Open Journal of Statistics**, [s. l.], v. 05, n. 07, p. 754–767, 2015. Available at: <https://doi.org/10.4236/ojs.2015.57075>

ALBUQUERQUE, R. *et al.* Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. **Review of Corporate Finance Studies**, [s. l.], v. 9, n. 3, p. 593–621, 2020. Available at: <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>

ALMEIDA, J. E. F. de; ALMEIDA, J. C. G. de. Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 20, n. 50, p. 62–74, 2009. Available at: <https://doi.org/10.1590/s1519-70772009000200005>

ALMEIDA, J. E. F. de; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 44–62, 2011. Available at: <https://doi.org/10.14392/asaa.2011040103>

AMIR, E.; HARRIS, T. S.; VENUTI, E. K. A Comparison of the Value-Relevance of U.S. Versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 31, n. 1993, p. 230, 1993. Available at: <https://doi.org/10.2307/2491172>

ARAÚJO, R. A. de M.; CORREIA, T. D. S.; CÂMARA, R. P. de B. Influence of Environmental Innovation on Corporate Sustainability in Latin American Companies. **Organizações & Sociedade Journal**, Salvador, v. 29, n. 101, p. 297–322, 2022. Available at: <https://doi.org/10.1590/1984-92302022v29n0013EN>

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 6, n. 2, p. 159–178, 1968. Available at: <http://www.journals.uchicago.edu/t-an>

BARBOSA, J. da S.; COSTA, P. D. S. Book-tax differences e rating book-tax differences and rating diferencias de impuestos de reserva e rating. **Revista Universo Contábil**, [s. l.], v. 16, n. 2, p. 26–49, 2020. Available at: <https://doi.org/10.4270/ruc.2020208>

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 31, n. 1–3, p. 77–104, 2001. Available at: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. Value-Relevance of Banks' Value Disclosures under No. 107. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 71, n. 4, p. 513–537, 1996.

BARTH, M. E.; CLINCH, G. Scale effects in capital markets-based accounting research.

Journal of Business Finance and Accounting, [s. l.], v. 36, n. 3–4, p. 253–288, 2009. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 46, n. 3, p. 467–498, 2008. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>

BAZANINI, R. *et al.* A teoria dos Stakeholders nas diferentes perspectivas: Controvérsias, Conveniências e Críticas. **Pensamento & Realidade**, [s. l.], v. 35, n. 2, p. 43–58, 2020.

BEAVER, W. H. Alternative Accounting Measures As Predictors of Failure. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 43, n. 1, p. 113–122, 1968.

BOUBAKER, S.; SAMI, H. Multiple large shareholders and earnings informativeness. **Review of Accounting and Finance**, [s. l.], v. 10, n. 3, p. 246–266, 2011. Available at: <https://doi.org/10.1108/14757701111155789>

BRASIL BOLSA BALCÃO. **A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro: quem são e como se comportam as mais de 2 milhões de pessoas que aplicaram parte de seus recursos em bolsa no último ano.** São Paulo: B3, 2020. Available at: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm. Acesso em: 7 ago. 2021.

BROADSTOCK, D. C. *et al.* The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. **Finance Research Letters**, [s. l.], v. 38, p. 101716, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>

BURKE, J. J.; CLARK, C. 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. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.01.001>

BURRELL, G.; MORGAN, G. **Sociological Paradigms and Organisational Analysis: Elements of the Sociology of Corporate Life.** Aldershot: Heinemann Educational Books, 1979.

CALEGARI, M. F.; CHOTIGEAT, T.; HARJOTO, M. A. Corporate Social Responsibility and Earnings Reporting. **Journal of Current Research in Global Business**, [s. l.], p. 1–14, 2010.

CALLAO, S.; JARNE, J. I.; WRÓBLEWSKI, D. Detecting Earnings Management Investigation on Different Models Measuring Earnings Management for Emerging Eastern European Countries. **International Journal of Research -GRANTHAALAYAH**, [s. l.], v. 5, n. 11, p. 222–259, 2017. Available at: <https://doi.org/10.29121/granthaalayah.v5.i11.2017.2351>

CAMPOS, S.; COSTA, R. Teoria da Agência, Stewardship e Stakeholders: Um ensaio sobre sua relevância no contexto das organizações. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 77–91, 2018. Available at: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i3.5416>

CARROLL, A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **The Academy of Management Review**1, [s. l.], v. 4, n. 4, p. 497–505, 1979. Available at: <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>

CARVALHO, V. G. de; PAULO, E.; TAVARES, A. de L. Gerenciamento tributário: proxies utilizadas pelas pesquisas no período 2000 a 2012. **Registro Contábil**, [s. l.], v. 5, n. 3, p. 1–19, 2014.

CAUTI, C. Inflação chega a 55 , 1 % na Argentina e quase metade da população passa fome. **Exame**, São Paulo, 19 abr. 2022. Available at: <https://bit.ly/3wU8mP4>. Acesso em: 26 maio 2022.

CHEN, H. *et al.* The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. **Journal of International Financial Management and Accounting**, [s. l.], v. 21, n. 3, p. 220–278, 2010. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2010.01041.x>

CHOUAIBI, Y.; ZOUARI, G. The effect of corporate social responsibility practices on real earnings management: evidence from a European ESG data. **International Journal of Disclosure and Governance**, [s. l.], n. 0123456789, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00125-1>

CHUA, W. F. Radical Developments in Accounting Thought. **Accounting, the Social and the Political**, [s. l.], v. 61, n. 4, p. 55–66, 2005. Available at: <https://doi.org/10.1016/b978-008044725-4/50009-6>

CLARKSON, P. *et al.* The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 1–17, 2011. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2011.03.001>

COELHO, A. C.; LIMA, I. S. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto. **Revista de Administração - RAUSP**, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 207–221, 2009.

COHEN, D. a.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and Accrual-Based Earnings in the Pre-and Management Periods earnings. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 83, n. 3, p. 757–787, 2014.

COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 50, n. 1, p. 2–19, 2010. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>

COHEN, J. R.; KRISHNAMOORTHY, G.; WRIGHT, A. M. Form versus substance: The implications for auditing practice and research of alternative perspectives on corporate governance. **Auditing**, [s. l.], v. 27, n. 2, p. 181–198, 2008. Available at: <https://doi.org/10.2308/aud.2008.27.2.181>

COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 24, p. 39–67, 1997. Available at: <https://doi.org/10.1145/1147282.1147308>

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. **Pesquisa Indústria & Sustentabilidade**. [S. l.]: CNI, 2021.

CONIGLIO, A.; CONNOLLY, C. P. **At a glance: ESG and investing in Argentina**. [S. l.]:

Lexology, 2022. Available at: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8126b4e7-ec0d-4db3-9aa2-09f17576554f>. Acesso em: 26 maio 2022.

CRUZ, W. H. da; MIRANDA, G. J.; RIBEIRO, R. B. Relação Entre Indicadores Socioambientais E Rentabilidade Das Empresas Listadas Na B3. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 78, p. 31–42, 2020. Available at: <https://doi.org/10.29327/13487.10-5>

CUCARI, N.; DE FALCO, S. E.; ORLANDO, B. Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [s. l.], v. 25, n. 3, p. 250–266, 2018. Available at: <https://doi.org/10.1002/csr.1452>

DATACENTERDYNAMICS. **Estudo da SAP aponta crescimento acelerado da adoção de estratégias ESG por empresas da América Latina**. [S. l.: s. n.], 2022. Available at: <https://bit.ly/38iV8TU>. Acesso em: 10 maio 2022.

DAVIDSON III, W. N. *et al.* Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. **Academy of Management Journal**, [s. l.], v. 47, n. 2, p. 267–275, 2004. Available at: <https://doi.org/10.2307/20159577>

DEANGELO, L. E. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 61, n. 3, p. 400–420, 1986. Available at: <https://www.jstor.org/stable/247149>

DECHOW, P. M. *et al.* Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 50, n. 2, p. 275–334, 2012. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>

DECHOW, P. M. *et al.* Predicting Material Accounting Misstatements. **Contemporary Accounting Research**, [s. l.], v. 28, n. 1, p. 17–82, 2011. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The Quality of Earnings Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 77, n. 2002, p. 35–59, 2002.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, [s. l.], v. 14, n. 2, p. 235–250, 2000. Available at: <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem. An empirical investigation. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 14, n. 1, p. 51–89, 1991. Available at: [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-S](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-S)

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995. Available at: <https://www.jstor.org/stable/248303>. Acesso em: 4 jul. 2020.

DEFOND, M. L.; PARK, C. W. The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises. **The Accounting Review**, [s. l.], v. 76, n. 3, p. 375–404, 2001.

DELOITTE. **The importance of ESG Data Management Challenges and opportunities for the real estate ecosystem.** [S. l.]: Deloitte, 2021. Available at: <https://doi.org/https://bit.ly/3OJOqpX>. Acesso em: 7 jul. 2022.

DEMERS, E. *et al.* ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. **Journal of Business Finance and Accounting**, [s. l.], v. 48, n. 3–4, p. 433–462, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>

DESCLÉE, A. *et al.* **Sustainable investing and bond returns: Research study into the impact of ESG on credit portfolio performance.** [S. l.]: Barclays, 2016. Available at: <https://bit.ly/3RGbtTz>. Acesso em: 6 set. 2022.

DHALIWAL, D. S. *et al.* Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. **Accounting Review**, [s. l.], v. 86, n. 1, p. 59–100, 2011. Available at: <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

DÍAZ, V.; IBRUSHI, D.; ZHAO, J. Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG. **Finance Research Letters**, [s. l.], v. 38, n. August 2020, p. 101870, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101870>

DING, W. *et al.* Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 141, n. 2, p. 802–830, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 65–91, 1995.

DURÁN-VÁZQUEZ, R.; LORENZO-VALDÉS, A.; SANMARTÍN-REYNA, J. M. Relevance of Discretionary Accruals in Ohlson Model: the Case of Mexico. **Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation**, [s. l.], v. 8, n. 3, p. 21–34, 2012. Available at: <https://doi.org/10.7341/2012832>

ENGELHARDT, N.; EKKENGA, J.; POSCH, P. Esg ratings and stock performance during the covid-19 crisis. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 13, n. 13, p. 1–15, 2021. Available at: <https://doi.org/10.3390/su13137133>

ESTADÃO. Vale é a maior empresa da América Latina , superando Mercado Livre. **Estadão**, São Paulo, 28 abr. 2021. Available at: <https://bit.ly/3LSLghn>. Acesso em: 28 maio 2022.

EXAME. Colômbia venderá novos títulos verdes de olho em demanda ESG. **Exame**, [S. l.], 19 out. 2021. Available at: <https://bit.ly/38PCWBq>. Acesso em: 26 maio 2022.

FARIA JUNIOR, M. S. de; MACHADO, M. R. R.; DANTAS, J. A. Fraude corporativa e gerenciamento de resultados: um estudo em instituições bancárias brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 40, n. 2, p. 115–134, 2021. Available at: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i2.51591>

FERREIRA, M. P.; CARMO, C. H. S. do; RIBEIRO, A. M. A value relevance dos ativos financeiros das empresas do setor elétrico brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, [s. l.], v.

39, n. 3, p. 85–98, 2020. Available at: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v39i3.45906>

FONTES FILHO, J. R.; ALVES, C. F. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. **Cadernos EBAPE.BR**, [s. l.], v. 16, n. 1, p. 2–13, 2018. Available at: <https://doi.org/10.1590/1679-395172454>

FRAGA, M. O. *et al.* Índice de Sustentabilidade Empresarial e desempenho econômico-financeiro: estudo do setor brasileiro de energia elétrica. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, Ribeirão Preto, v. 12, n. 3, 2021. Available at: <https://doi.org/10.13059/racef.v12i3.881>

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have Financial Statements Lost Their Relevance? **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 37, n. 2, p. 319–352, 1999. Available at: <https://doi.org/10.2469/dig.v30.n3.703>

FRANKEL, R.; MCVAY, S.; SOLIMAN, M. Non-GAAP earnings and board independence. **Review of Accounting Studies**, [s. l.], v. 16, n. 4, p. 719–744, 2011. Available at: <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9166-3>

FREEMAN, R. E. **Strategic management**. Marshfield: Pitman Publishing Ins, 1984.

FREEMAN, R. E.; REED, D. L. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. **California Management Review**, [s. l.], v. 25, n. 3, p. 88–106, 1983. Available at: <https://doi.org/10.2307/41165018>

FRISARI, G. *et al.* **Investing in Sustainable Infrastructure in Latin America**. [S. l.: s. n.], 2020. Available at: <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.18235/0002199>. Acesso em: 10 maio 2022.

FURTADO, L. L.; SOUZA, J. A. S.; SARLO NETO, A. gerenciamento de resultados contábeis à luz das diferenças entre o lucro contábil e tributário book-tax differences: uma análise de dados em painel balanceado. **Revista Ambiente Contábil**, [s. l.], v. 8, n. 1, p. 115–132, 2016. Available at: <https://doi.org/https://doi.org/10.21680/2176-9036.2016v8n1ID6532>

GALBREATH, J. ESG in Focus: The Australian Evidence. **Journal of Business Ethics**, [s. l.], v. 118, n. 3, p. 529–541, 2013. Available at: <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>

GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. **Revista de Administração - RAUSP**, [s. l.], v. 43, n. 2, p. 186–201, 2008.

GARFATTA, R. Corporate Social Responsibility and Earnings Management: Evidence from Saudi Arabia after Mandatory IFRS Adoption. **Journal of Asian Finance Economics and Business**, [s. l.], v. 8, n. 9, p. 189–199, 2021. Available at: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no9.0189>

GÓES, H. A. de A.; REIS, G. G.; ABIB, G. Quando a teoria dos stakeholders encontra a teoria da justificação : uma proposta de interseção. **Cadernos EBAPE**, [s. l.], v. 19, n. 4, p. 901–917, 2021.

GOMES, G. de S.; SILVA, D. M. da; MARTINS, V. A. Presente e futuro das pesquisas em contabilidade financeira. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)**, [s. l.], v. 21, n. 2, p. 3–17, 2016. Available at: <http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/19635/pdf>

GONÇALVES, T.; GAIO, C.; FERRO, A. Corporate social responsibility and earnings management: Moderating impact of economic cycles and financial performance. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 13, n. 17, 2021. Available at: <https://doi.org/10.3390/su13179969>

GRIMALDI, F. *et al.* Sustainability engagement and earnings management: The Italian context. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 12, n. 12, p. 1–16, 2020. Available at: <https://doi.org/10.3390/SU12124881>

HASSAN, M. S.; MOHD-SALEH, N. The value relevance of financial instruments disclosure in Malaysian firms listed in the Main Board of Bursa Malaysia. **International Journal of Economics and Management**, [s. l.], v. 4, n. 2, p. 243–270, 2010.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 7, n. 1–3, p. 85–107, 1985. Available at: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its. **Accounting Horizons**, [s. l.], v. 13, n. 4, p. 365–383, 1999. Available at: <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

HEMINGWAY, C. A.; MACLAGAN, P. W. Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, [s. l.], v. 50, n. 1, p. 33–44, 2004. Available at: <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000020964.80208.c9>

HITT, M. A.; FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S. **The Blackwell handbook of strategic management**. [S. l.: s. n.], 2008. Available at: <https://doi.org/10.1111/b.9780631218616.2006.x>

HOCHBERG, Y. V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. **Review of Finance**, [s. l.], v. 16, n. 2, p. 429–480, 2012. Available at: <https://doi.org/10.1093/rof/rfr035>

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 31, n. 1–3, p. 3–75, 2001. Available at: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)

HONG, Y.; ANDERSEN, M. L. The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Earnings Management: An Exploratory Study. **Journal of Business Ethics**, [s. l.], v. 104, n. 4, p. 461–471, 2011. Available at: <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0921-y>

HUSE, M.; SOLBERG, A. G. Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. **Women in Management Review**, [s. l.], v. 21, n. 2, p. 113–130, 2006. Available at: <https://doi.org/10.1108/09649420610650693>

IBRAHIM, N.; ANGELIDIS, J.; TOMIC, I. M. Managers' attitudes toward codes of ethics: Are there gender differences? **Journal of Business Ethics**, [s. l.], v. 90, n. SUPPL 3, p. 343–353, 2009. Available at: <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0428-y>

INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD. **About the International Sustainability Standards Board**. [S. l.]: IFRS, 2021. Available at: <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>. Acesso em: 26 dez. 2022.

ISIDRO, H.; RAONIC, I. Firm incentives, institutional complexity and the quality of “harmonized” accounting numbers. **International Journal of Accounting**, [s. l.], v. 47, n. 4, p. 407–436, 2012. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.10.007>

JACKSON, A. B. Discretionary Accruals: Earnings Management.. or Not? **Abacus**, [s. l.], v. 54, n. 2, p. 136–153, 2018. Available at: <https://doi.org/10.1111/abac.12117>

JARAMILLO, A. Colômbia venderá novos títulos verdes de olho em demanda ESG. **Bloomberg Línea**, [S. l.], 19 out. 2021. Available at: <https://bit.ly/3GqYdy0>. Acesso em: 26 maio 2022.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. Available at: [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jl, S. H. *et al.* A study on earnings management in companies achieving sustainability: Accruals-based and real earnings management. **Journal of Distribution Science**, [s. l.], v. 17, n. 9, p. 103–115, 2019. Available at: <https://doi.org/10.15722/jds.17.09.201909.103>

JIAN, M.; WONG, T. J. Propping through related party transactions. **Review of Accounting Studies**, [s. l.], v. 15, n. 1, p. 70–105, 2010. Available at: <https://doi.org/10.1007/s11142-008-9081-4>

JOIA, R. M.; NAKAO, S. H. Adoção De Ifrs E Gerenciamento De Resultado Nas Empresas Brasileiras De Capital Aberto. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, [s. l.], v. 8, n. 1, 2014. Available at: <https://doi.org/10.17524/repec.v8i1.1014>

JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, [s. l.], v. 29, n. 2, p. 193, 1991. Available at: <https://doi.org/10.2307/2491047>

KARAMI, G.; HAJIAZIMI, F. Value Relevance of Conditional Conservatism and the Role of Disclosure: Empirical Evidence from Iran. **International Business Research**, [s. l.], v. 6, n. 3, p. 66–74, 2013. Available at: <https://doi.org/10.5539/ibr.v6n3p66>

KHUONG, N. V. *et al.* Does corporate tax avoidance explain cash holdings: the caso of Vietnam. **Economics & Sociology**, MICKIEWICZA STR, 64, SZCZECIN, 71-101, POLAND, v. 12, n. 2, p. 79–93, 2019. Available at: <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2019/12-2/5>

KIM, Y.; PARK, M. S.; WIER, B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? **Accounting Review**, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 761–796, 2012. Available at:

<https://doi.org/10.2308/accr-10209>

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 39, n. 1, p. 163–197, 2005. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

LAGASIO, V.; CUCARI, N. Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [s. l.], v. 26, n. 4, p. 701–711, 2019. Available at: <https://doi.org/10.1002/csr.1716>

LIAO, L.; LUO, L.; TANG, Q. Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. **British Accounting Review**, [s. l.], v. 47, n. 4, p. 409–424, 2015. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.01.002>

LIN, J. W.; HWANG, M. I. Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. **International Journal of Auditing**, [s. l.], v. 14, n. 1, p. 57–77, 2010. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2009.00403.x>

LING, T. W.; WAHAB, N. S. A. Roles of tax planning in market valuation of corporate social responsibility. **Cogent Business and Management**, [s. l.], v. 5, n. 1, p. 1–16, 2018. Available at: <https://doi.org/10.1080/23311975.2018.1482595>

LIU, G.; SUN, J. Did the Mandatory Adoption of IFRS Affect the Earnings Quality of Canadian Firms? **Accounting Perspectives**, [s. l.], v. 14, n. 3, p. 250–275, 2015. Available at: <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12047>

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 250 f. 2001. - Universidade de São Paulo, [s. l.], 2001.

LOURENÇO, R. L.; SAUERBRONN, F. F. Uso Da Teoria Da Agência Em Pesquisas De Contabilidade Gerencial: Premissas, Limitações E Formulações Alternativas Aos Seus Pressupostos. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, [s. l.], v. 10, n. 2, p. 158–176, 2017. Available at: <https://doi.org/10.14392/asaa.2017100202>

LUCCHESI, P. C. **Empresas da América Latina emitem 4 vezes mais títulos ESG , diz BofA**. [S. l.: s. n.], 2021. *E-book*.

MARQUES, M. T.; DALMACIO, F. Z.; REZENDE, A. J. IFRS x Bacen-GAAP: Value relevance das informações contábeis das instituições financeiras do Brasil. **Brazilian Business Review**, [s. l.], v. 19, n. 1, p. 1–18, 2022.

MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7–17, 2008. Available at: <https://doi.org/https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>

MARTINEZ, A. L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 154 f. 2001. - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001. Available at: <https://bit.ly/2QgN0tQ>

MARTINEZ, A. L. Minimizando a Variabilidade dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico do Income Smoothing no Brasil. **Revista Universo Contábil**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 9–25, 2006.

MARTINS, M.; CUNHA, M. F. da. A Relação da Divulgação das Práticas ESG com o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *In:* , 2022, São Paulo. **USP International Conference in Accounting**. São Paulo: USP, 2022. p. 1–21. Available at: <https://bit.ly/3yqpYmq>. Acesso em: 7 jul. 2022.

MARTINS, O. S.; FERREIRA, T. S. V.; LUCENA, W. G. L. Teoria da Agência. *In: TEORIAS APLICADAS À PESQUISA EM CONTABILIDADE: UMA INTRODUÇÃO ÀS TEORIAS ECONÔMICAS*. [S. l.: s. n.], 2016. v. 4, p. 1–23.

MEEK, G. K.; ROBERTS, C. B.; GRAY, S. J. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. **Journal of International Business Studies**, [s. l.], v. 26, n. 3, p. 555–572, 1995.

MEISEBERG, B.; EHRMANN, T. Lost in Translation? The Prevalence and Performance Impact of Corporate Social Responsibility in Franchising. **Journal of Small Business Management**, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 566–595, 2012. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2012.00367.x>

MENDES, T. *et al.* Linking corporate social responsibility, cooperation and innovation: the triple bottom line perspective. **Innovation & Management Review**, [s. l.], v. ahead-of-p, n. ahead-of-print, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1108/inmr-03-2021-0039>

MINOR, D.; MORGAN, J. CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere. **California Management Review**, [s. l.], v. 53, n. 3, p. 40–59, 2011.

MIRALLES-QUIRÓS, M. M.; MIRALLES-QUIRÓS, J. L.; GONÇALVES, L. M. V. The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 10, n. 3, 2018. Available at: <https://doi.org/10.3390/su10030574>

MIRALLES-QUIRÓS, M. M.; MIRALLES-QUIRÓS, J. L.; REDONDO-HERNÁNDEZ, J. The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [s. l.], v. 26, n. 6, p. 1446–1456, 2019. Available at: <https://doi.org/10.1002/csr.1759>

MOURA, G. D. de; ZILIOFFO, K.; MAZZIONI, S. Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s. l.], v. 10, n. 27, p. 17, 2016. Available at: <https://doi.org/10.11606/rco.v10i27.107810>

MYRRHA, L. J. D.; QUEIROZ, S. N. de; CAMPOS, J. Desigualdades de gênero no trabalho remunerado e no trabalho reprodutivo: **REBEST Revista Brasileira de Economia Social e do Trabalho**, [s. l.], v. 3, p. e021004, 2021. Available at: <https://doi.org/10.20396/rbest.v3i00.14711>

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da

dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 20, n. 51, p. 77–100, 2009. Available at: <https://doi.org/10.1590/s1519-70772009000300006>

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, [s. l.], v. 11, n. 2, p. 661–687, 1995.

OLIVEIRA, K. P. S. de; CAVALCANTE, P. R. N. Gerenciamento de resultados e avaliação de empresas: uma análise da relevância dos accruals discricionários no Modelo de Ohlson. **REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade**, [s. l.], v. 8, n. 2, p. 56–64, 2018. Available at: <https://doi.org/10.18696/reunir.v8i2.826>

ORAZALIN, N. Board gender diversity, corporate governance, and earnings management: Evidence from an emerging market. **Gender in Management**, [s. l.], v. 35, n. 1, p. 37–60, 2020. Available at: <https://doi.org/10.1108/GM-03-2018-0027>

OTA, K. The Impact of Price and Return Models on Value Relevance Studies: A Review of Theory and Evidence. **Accounting Research Journal**, [s. l.], v. 16, n. 1, p. 6–20, 2006.

PAE, J. Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [s. l.], v. 24, n. 1, p. 5–22, 2005. Available at: <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>

PARMAR, B. L. *et al.* Stakeholder theory: The state of the art. **Academy of Management Annals**, [s. l.], v. 4, n. 1, p. 403–445, 2010. Available at: <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495581>

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 1–269 f. 2007. - Universidade de São Paulo, [s. l.], 2007. Available at: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>. Acesso em: 13 out. 2020.

PAULO, E.; MARTINS, E.; CORRAR, L. J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração de Empresas**, [s. l.], v. 47, n. 1, p. 46–59, 2007. Available at: <https://doi.org/10.1590/s0034-75902007000100005>

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **Análise Integrada - como Investidores estão abordando fatores Ambientais, Sociais e de Governança na Avaliação Fundamentalista**. [S. l.]: PRI, 2013. Available at: <https://bit.ly/3PH8RV0>. Acesso em: 26 maio 2022.

PRISCILA, E.; PEIXOTO, D. A.; MARTINS, O. S. Value relevance of accounting and analysts ' forecasts: does the emerging country ' s information environment matter? **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s. l.], v. 18, n. 49, p. 162–177, 2021.

REFINITIV EIKON®. **Environmental, social and governance scores from Refinitiv**. [s. l.]: Refinitiv Eikon®, 2022. Available at: <https://doi.org/https://refini.tv/3CZvfU8>

ROCHA, I. *et al.* Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **Revista de Gestão**, [s. l.], v. 19, n. 2, p. 329–342, 2012. Available at:

<https://doi.org/10.5700/rege466>

RODRIGUES, R. M. R. C.; PAULO, E.; MELO, C. L. L. de. Gerenciamento de resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do Ibovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, [s. l.], v. 28, n. 3, p. 82–102, 2017. Available at: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3729>

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, [s. l.], v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>

RUAN, L.; LIU, H. Environmental, social, governance activities and firm performance: evidence from China. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 13, n. 2, p. 1–16, 2021. Available at: <https://doi.org/10.3390/su13020767>

SALISU, A. A.; VO, X. V.; LUCEY, B. Gold and US sectoral stocks during COVID-19 pandemic. **Research in International Business and Finance**, [s. l.], v. 57, n. May, p. 101424, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101424>

SANTOS, A. A.; BOTINHA, R. A.; LEMES, S. Análise da Value Relevance da Demonstração do Valor Adicionado nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, [s. l.], v. 18, n. e2697, p. 1–16, 2019. Available at: <https://doi.org/10.16930/2237-766220192697>

SANTOS, G. C. dos *et al.* As práticas ESG importam? Uma análise da estrutura de capital em empresas latino-americanas. *In:* , 2022, Brasília. (UnB, Org.) **Congresso UnB de Contabilidade e Governança**. Brasília: UnB, 2022. p. 1–20.

SAONA, P. *et al.* Board of director's gender diversity and its impact on earnings management: An empirical analysis for select european firms. **Technological and Economic Development of Economy**, [s. l.], v. 25, n. 4, p. 634–663, 2019. Available at: <https://doi.org/10.3846/tede.2019.9381>

SCHIPPER, K. Commentary on Earnings Management. **Accounting Horizons**, [s. l.], v. 3, p. 91–103, 1989.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 7. ed. Toronto: Pearson, 2015.

SHAKIL, M. H. Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. **Resources Policy**, [s. l.], v. 72, n. May 2020, p. 102144, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>

SHAN, Y. G. Value relevance, earnings management and corporate governance in China. **Emerging Markets Review**, [s. l.], v. 23, p. 186–207, 2015. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.04.009>

SHAN, Y.; TAYLOR, S. L.; WALTER, T. S. Errors in Estimating Unexpected Accruals in the Presence of Large Changes in Net External Financing. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], n. November, 2012. Available at: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1572164>

SINNADURAI, P. T. Voluntary disclosure of good and bad earnings news in a low litigation setting. **Accounting Perspectives**, [s. l.], v. 7, n. 4, p. 317–340, 2008. Available at: <https://doi.org/10.1506/ap.7.4.3>

SRINIDHI, B.; GUL, F. A.; TSUI, J. Female directors and earnings quality. **Contemporary Accounting Research**, [s. l.], v. 28, n. 5, p. 1610–1644, 2011. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x>

TRENT, D. **Latin American investors see increasing importance of ESG/SRI Metrics**. [S. l.: s. n.], 2019. Available at: <https://bit.ly/3M3VQCX>. Acesso em: 10 maio 2022.

UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INITIATIVE. **A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment**. [S. l.: s. n.], 2005.

VELTE, P. Environmental performance, carbon performance and earnings management: Empirical evidence for the European capital market. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [s. l.], v. 28, n. 1, p. 42–53, 2021. Available at: <https://doi.org/10.1002/csr.2030>

VELTE, P. The bidirectional relationship between ESG performance and earnings management – empirical evidence from Germany. **Journal of Global Responsibility**, [s. l.], v. 10, n. 4, p. 322–338, 2019. Available at: <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2019-0001>

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

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. [S. l.: s. n.], 1986. ISSN 0342-7064.

WILLIS, A. ESG as an equity vaccine: Stocks, too, now need this improved immunity Andrew. **Morningstar Market Insights**, [S. l.], 2020. Available at: <https://bit.ly/3YmIXtI>. Acesso em: 11 set. 2021.

YEN-YEN, Y. The value relevance of ESG disclosure performance in influencing the role of structured warrants in firm value creation. **Polish Journal of Management Studies**, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 468–477, 2019. Available at: <https://doi.org/10.17512/pjms.2019.20.1.40>

YOON, B. H.; LEE, J. H.; CHO, J. H. The effect of esg performance on tax avoidance—evidence from korea. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 13, n. 12, p. 1–16, 2021. Available at: <https://doi.org/10.3390/su13126729>

YOON, B.; LEE, J. H.; BYUN, R. Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. **Sustainability (Switzerland)**, [s. l.], v. 10, n. 10, 2018. Available at: <https://doi.org/10.3390/su10103635>

ZAHRA, S. A.; PRIEM, R. L.; RASHEED, A. A. The antecedents and consequences of top management fraud. **Journal of Management**, [s. l.], v. 31, n. 6, p. 803–828, 2005. Available at: <https://doi.org/10.1177/0149206305279598>

ZURAIIDA, Z.; HOUQE, M. N.; ZIJL, T. van. Value relevance of environmental, social and governance disclosure. *In*: RESEARCH HANDBOOK OF FINANCE AND SUSTAINABILITY. Cheltenham: Edward Elgar, 2018, p. 458–483.

Apêndice A – Estatística descritiva completa

continua....

Painel A – Análise geral					
Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,023	0,102	-1,092	1,000	436,170
J1991	-0,002	0,103	-1,071	1,023	-5.859,070
K2005	-0,008	0,088	-0,556	0,923	-1.033,887
P2005	0,000	0,093	-1,035	1,084	-21.594,799
ESG	46,908	21,952	0,188	89,878	46,798
E	41,779	27,286	0,000	96,239	65,309
S	48,834	25,645	0,307	96,862	52,515
G	50,279	22,607	0,227	96,863	44,964
P	4,085	4,792	0,014	75,598	117,311
LPA	0,170	0,863	-11,148	4,961	507,937
VPA	2,982	4,261	-11,637	59,044	142,904
ROA	0,081	0,066	-0,265	0,478	81,737
END	0,595	0,198	0,004	2,462	33,208
FCO	0,012	0,074	-0,938	0,532	617,150
Lntam	22,260	1,243	17,312	26,522	5,584
MTB	5,096	23,045	-219,316	420,873	452,177
Mulheres	8,826	9,918	0,000	85,714	112,369
Indepmembros	36,998	22,125	0,000	100,000	59,801
Painel B: Estatística descritiva Argentina					
Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,022	0,171	-1,003	0,426	759,820
J1991	0,001	0,152	-0,609	0,364	17.771,135
K2005	0,004	0,125	-0,556	0,415	3.497,767
P2005	-0,030	0,157	-0,919	0,244	-523,001
ESG	35,808	19,210	2,124	75,392	53,647
E	26,690	20,696	0,000	78,033	77,542
S	34,296	22,892	0,528	82,098	66,750
G	49,325	24,497	2,679	89,852	49,664
P	2,169	3,435	0,027	22,372	158,349
LPA	0,101	0,472	-1,965	2,394	466,602
VPA	2,589	5,241	0,026	24,339	202,458
ROA	0,078	0,089	-0,106	0,387	114,240
END	0,532	0,176	0,113	0,933	33,168
FCO	0,006	0,134	-0,613	0,476	2.066,442
Lntam	20,871	1,562	17,312	24,019	7,484
MTB	13,448	46,799	0,019	420,873	348,013
Mulheres	9,045	8,557	0,000	33,333	94,598
Indepmembros	21,750	20,031	0,000	78,947	92,096
Painel C: Estatística descritiva Brasil					
Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,024	0,110	-1,092	0,423	458,654
J1991	0,005	0,108	-1,071	0,478	2.271,005
K2005	-0,007	0,091	-0,556	0,418	-1.282,537
P2005	0,007	0,090	-1,035	0,465	1.341,059
ESG	50,498	20,507	1,096	89,878	40,610
E	46,250	26,688	0,000	94,297	57,703
S	53,237	23,682	0,645	96,862	44,484
G	51,500	21,155	0,833	92,075	41,078
P	4,451	4,192	0,062	75,598	94,199
LPA	0,142	1,145	-11,148	4,470	808,443
VPA	3,427	4,725	-10,562	59,044	137,889
ROA	0,080	0,075	-0,265	0,478	93,974
END	0,625	0,225	0,004	2,462	35,922

FCO	0,007	0,079	-0,938	0,298	1.079,497
Lntam	22,327	1,224	19,519	26,522	5,481
MTB	3,706	16,159	-219,316	149,193	436,077
Mulheres	8,705	9,121	0,000	50,000	104,785
Indepmembros	37,420	22,789	0,000	100,000	60,899

Painel D: Estatística descritiva Chile

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,021	0,072	-0,586	0,265	338,451
J1991	-0,006	0,069	-0,307	0,185	-1.153,230
K2005	-0,008	0,070	-0,465	0,169	-914,028
P2005	-0,004	0,060	-0,287	0,191	-1.364,126
ESG	41,575	23,598	0,188	89,864	56,759
E	36,823	27,937	0,000	91,514	75,868
S	42,643	26,690	0,307	91,454	62,589
G	45,791	24,963	0,227	96,069	54,515
P	3,033	3,738	0,014	18,974	123,256
LPA	0,157	0,666	-5,867	4,961	425,301
VPA	2,777	3,827	-11,637	15,007	137,809
ROA	0,067	0,043	-0,113	0,227	64,503
END	0,587	0,155	0,057	1,538	26,421
FCO	0,005	0,043	-0,182	0,208	879,795
Lntam	22,435	1,050	19,584	25,014	4,681
MTB	2,393	4,052	0,005	18,890	169,336
Mulheres	7,617	9,129	0,000	33,333	119,849
Indepmembros	22,232	14,662	0,000	66,667	65,948

Painel E: Estatística descritiva Colômbia

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,026	0,055	-0,145	0,177	214,586
J1991	-0,019	0,083	-0,275	0,242	-444,942
K2005	-0,011	0,076	-0,228	0,179	-683,658
P2005	-0,011	0,078	-0,300	0,159	-682,771
ESG	58,173	15,804	16,429	85,262	27,167
E	50,041	22,946	0,000	91,029	45,855
S	65,817	16,735	14,956	95,874	25,427
G	57,440	22,521	14,485	94,095	39,207
P	3,978	3,727	0,071	20,097	93,681
LPA	0,189	0,172	-0,062	0,668	90,871
VPA	3,108	2,553	0,149	9,817	82,147
ROA	0,068	0,044	-0,006	0,219	64,179
END	0,596	0,137	0,259	0,917	23,012
FCO	0,013	0,073	-0,076	0,532	562,948
Lntam	22,913	1,025	20,462	24,957	4,475
MTB	1,340	1,612	0,120	5,512	120,276
Mulheres	22,655	16,576	0,000	85,714	73,166
Indepmembros	53,621	18,527	14,286	100,000	34,551

Painel F: Estatística descritiva México

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,023	0,085	-0,195	1,000	362,062
J1991	-0,002	0,096	-0,416	1,023	-5.751,243
K2005	-0,015	0,084	-0,253	0,923	-574,656
P2005	0,006	0,089	-0,465	1,084	1.606,379
ESG	46,544	23,250	1,820	89,674	49,953
E	43,165	28,809	0,000	96,239	66,742
S	47,147	26,908	0,776	94,115	57,073
G	48,827	22,159	3,733	95,128	45,383
P	4,636	5,325	0,164	50,600	114,860
LPA	0,248	0,415	-1,180	4,091	167,324
VPA	2,226	3,068	-1,094	33,836	137,793

ROA	0,097	0,053	-0,057	0,286	54,047
END	0,575	0,180	0,121	1,642	31,284
FCO	0,031	0,049	-0,230	0,229	156,710
Lntam	22,541	1,046	20,323	25,189	4,642
MTB	9,389	34,837	-34,713	320,018	371,043
Mulheres	7,092	8,343	0,000	40,000	117,630
Indepmembros	49,982	15,720	7,692	100,000	31,452

Painel G: Estatística descritiva Peru

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0,025	0,089	-0,243	0,293	362,235
J1991	-0,030	0,115	-0,596	0,262	-386,576
K2005	-0,013	0,077	-0,271	0,314	-610,686
P2005	-0,022	0,099	-0,588	0,249	-450,484
ESG	38,721	20,235	2,835	70,315	52,258
E	27,016	20,543	0,000	71,233	76,040
S	40,595	26,748	0,687	85,109	65,889
G	53,067	24,083	5,484	96,863	45,382
P	4,484	9,002	0,051	36,961	200,760
LPA	0,221	0,559	-1,040	3,404	252,911
VPA	3,034	4,576	0,108	17,503	150,859
ROA	0,082	0,058	-0,040	0,295	70,020
END	0,534	0,158	0,193	0,810	29,698
FCO	0,006	0,064	-0,268	0,197	1.008,612
Lntam	21,429	0,646	19,584	22,815	3,013
MTB	1,788	2,315	0,021	11,277	129,462
Mulheres	7,618	8,945	0,000	28,571	117,422
Indepmembros	33,181	19,928	0,000	85,714	60,058

Fonte: Elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; E = score de environmental; S = score de social; G = score de corporate governance; P = preço da ação em 30 de abril do ano seguinte; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indepmembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa; Inter = interação entre ESG e J1991; Inter1 = interação entre ESG e K2005; Inter2 = interação entre ESG e P2005.

Apêndice B – Estatística descritiva do ESG por setor

continua...

Painel A – Estatística descritiva por setor de serviços de comunicação					
Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0184	0.0858	-0.2522	0.4065	465.3425
J1991	0.0133	0.0734	-0.1077	0.4318	550.0424
K2005	0.0033	0.0699	-0.1085	0.4182	2132.9123
P2005	0.0167	0.0608	-0.1005	0.3644	363.8114
ESG	47.4253	20.2622	3.6436	82.9742	42.7244
E	38.2346	27.3494	0.0000	81.7935	71.5304
S	47.1643	24.5135	1.9226	82.8549	51.9747
G	52.5881	20.2628	3.8889	88.3164	38.5311
P	3.5067	2.8929	0.0789	13.1811	82.4964
LPA	0.1865	0.9869	-3.3301	4.2276	529.0412
VPA	4.9162	8.5243	-6.1692	59.0436	173.3917
ROA	0.0749	0.0651	-0.1000	0.3871	86.9290
END	0.6310	0.1918	0.3130	1.1905	30.3940
FCO	0.0093	0.0997	-0.6129	0.3895	1076.0149
Lntam	23.0310	1.3763	19.7290	25.1892	5.9759
MTB	5.6820	13.9967	-0.0953	82.5966	246.3363
Mulheres	7.1436	15.6014	0.0000	85.7143	218.3974
Indepmembros	33.8073	21.1917	0.0000	100.0000	62.6838
Painel B: Estatística descritiva por setor de consumo cíclico					
Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0148	0.1212	-0.3673	1.0000	818.0837
J1991	0.0350	0.1243	-0.2864	1.0235	354.8841
K2005	0.0108	0.1327	-0.3959	0.9230	1226.1738
P2005	0.0346	0.1277	-0.4080	1.0838	369.4063
ESG	41.0633	21.2014	4.0846	89.8778	51.6310
E	34.1993	24.6405	0.0000	83.4768	72.0496
S	42.2745	25.3794	0.6445	93.7215	60.0347
G	46.4294	25.5798	0.4096	92.0750	55.0939
P	4.5424	3.5990	0.1554	20.7708	79.2316
LPA	-0.1144	1.9144	-11.1478	4.0908	-1673.7451
VPA	3.1653	5.4245	-10.5618	33.8355	171.3730
ROA	0.0555	0.0668	-0.1429	0.2075	120.4231
END	0.6171	0.2140	0.1012	1.6418	34.6823
FCO	0.0161	0.0650	-0.4348	0.2000	405.0527
Lntam	21.7171	1.0033	19.5521	24.0191	4.6201
MTB	2.9205	24.9455	-219.3160	149.1930	854.1395
Mulheres	12.0560	11.8360	0.0000	50.0000	98.1757
Indepmembros	44.4772	24.2893	0.0000	100.0000	54.6107
Painel C: Estatística descritiva por setor de consumo não cíclico					
Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0261	0.0617	-0.2456	0.2306	236.2256
J1991	-0.0065	0.0634	-0.2647	0.1736	-978.2081
K2005	-0.0137	0.0589	-0.2615	0.1870	-430.0525
P2005	0.0001	0.0359	-0.1683	0.1396	41808.3916
ESG	48.8702	23.1002	0.8544	89.2556	47.2685
E	46.2654	29.2053	0.0000	96.2390	63.1256
S	48.1972	25.6522	0.6872	94.1145	53.2234
G	52.2914	23.1383	0.4004	95.2825	44.2487
P	4.9695	5.2759	0.0596	36.9606	106.1667
LPA	0.2573	0.3419	-1.4662	1.7215	132.8841
VPA	2.6748	2.9598	-0.1750	17.9110	110.6531
ROA	0.0901	0.0531	-0.1057	0.2674	58.9045

END	0.5987	0.1783	0.1305	1.0303	29.7894
FCO	0.0229	0.0575	-0.1923	0.5319	251.4945
Lntam	22.2267	1.2533	17.3120	24.3342	5.6386
MTB	12.1338	44.4828	0.0000	420.8730	366.6036
Mulheres	10.0603	9.3052	0.0000	40.0000	92.4945
Indepmembros	33.7559	20.3995	0.0000	100.0000	60.4325

Painel D: Estatística descritiva por setor de Energia

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	-0.0011	0.1938	-1.0921	0.3500	-17173.6865
J1991	0.0185	0.1834	-1.0712	0.3311	989.0691
K2005	0.0120	0.1370	-0.5560	0.4150	1138.6624
P2005	0.0016	0.1562	-1.0350	0.2004	9990.9265
ESG	49.7756	23.0799	5.5788	85.2623	46.3680
E	40.9108	24.0499	0.0000	70.8215	58.7862
S	53.7817	28.8661	0.6079	96.8620	53.6728
G	55.6324	23.7113	7.6599	90.4242	42.6213
P	4.6842	4.3198	0.0266	22.3715	92.2190
LPA	0.2494	0.5800	-1.9650	2.3939	232.5332
VPA	4.5584	5.6502	0.0904	24.3393	123.9516
ROA	0.0804	0.0827	-0.1842	0.3250	102.7765
END	0.5566	0.1409	0.1381	0.8333	25.3167
FCO	0.0180	0.1130	-0.7179	0.2976	626.8900
Lntam	23.0796	1.9370	19.5193	26.5224	8.3928
MTB	2.1780	5.3678	0.0189	44.0169	246.4588
Mulheres	9.4421	9.0085	0.0000	33.3333	95.4083
Indepmembros	41.4751	26.8619	0.0000	91.6667	64.7662

Painel E: Estatística descritiva por setor de Saúde

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0510	0.0939	-0.1947	0.3598	184.2210
J1991	-0.0085	0.0965	-0.2217	0.2965	-1139.9979
K2005	-0.0226	0.0742	-0.2114	0.1087	-328.1470
P2005	-0.0002	0.0517	-0.1164	0.1779	-25339.0304
ESG	38.0327	18.3042	17.4603	81.2281	48.1275
E	38.4456	22.8650	0.0000	84.1949	59.4737
S	37.3310	27.4378	5.4017	96.5353	73.4987
G	39.3985	17.5170	15.8527	80.6180	44.4611
P	4.1202	2.3123	0.5942	9.1183	56.1206
LPA	0.2021	0.1358	-0.0591	0.5436	67.2310
VPA	1.8065	1.4848	0.2837	5.3618	82.1942
ROA	0.1307	0.0838	-0.0570	0.4048	64.1571
END	0.4682	0.1326	0.2185	0.7447	28.3161
FCO	0.0280	0.0571	-0.1114	0.2649	204.0498
Lntam	20.9539	0.8684	19.5193	22.9640	4.1445
MTB	5.3010	6.3854	0.2194	23.0379	120.4553
Mulheres	6.2418	7.6107	0.0000	22.2222	121.9321
Indepmembros	44.9684	24.0855	18.1818	100.0000	53.5610

Painel F: Estatística descritiva por setor Industrial

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0161	0.1060	-0.4942	0.4231	658.6376
J1991	0.0042	0.1025	-0.5699	0.2468	2449.0848
K2005	-0.0088	0.0886	-0.4005	0.2447	-1001.7973
P2005	0.0016	0.0751	-0.4679	0.2488	4560.7830
ESG	44.2513	21.1802	0.1876	89.8642	47.8634
E	36.0975	25.0531	0.0000	84.1420	69.4040
S	47.6464	24.6232	0.3068	91.4537	51.6790
G	49.1711	24.8364	0.2266	96.8630	50.5102
P	4.4788	4.2920	0.0221	20.6355	95.8289
LPA	0.0470	0.7817	-5.8670	1.3858	1664.5416

VPA	1.8696	3.3064	-11.6366	14.9050	176.8515
ROA	0.0785	0.0766	-0.2654	0.3958	97.5171
END	0.6802	0.2857	0.0565	2.4615	42.0068
FCO	0.0038	0.0995	-0.9375	0.1647	2621.2957
Lntam	22.0041	1.0514	17.5997	25.0137	4.7784
MTB	3.4910	10.2914	-34.7131	118.6020	294.8005
Mulheres	5.6843	7.1516	0.0000	28.5714	125.8133
Indepmembros	40.7447	21.3174	0.0000	100.0000	52.3194

Painel G: Estatística descritiva por setor de Tecnologia da Informação

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0373	0.1207	-0.3125	0.3539	323.8980
J1991	0.0099	0.0956	-0.2659	0.1559	966.5286
K2005	-0.0077	0.0658	-0.2377	0.1285	-849.4157
P2005	-0.0049	0.0220	-0.0551	0.0554	-444.9539
ESG	47.1172	21.0006	7.8202	80.7440	44.5710
E	27.3169	26.3344	0.0000	68.1089	96.4033
S	44.3847	22.2855	0.5277	82.4474	50.2100
G	56.5410	23.7556	17.8261	90.1553	42.0148
P	2.7256	2.1360	0.0374	6.5707	78.3685
LPA	0.1584	0.1627	0.0007	0.5257	102.7142
VPA	0.7192	0.3375	0.0264	1.4227	46.9294
ROA	0.0920	0.0762	-0.0506	0.2857	82.7815
END	0.5507	0.2110	0.1500	0.9412	38.3210
FCO	0.0206	0.1023	-0.2571	0.4154	495.9543
Lntam	21.2743	1.5485	18.6030	24.0191	7.2788
MTB	12.2865	18.0919	0.6585	68.7476	147.2499
Mulheres	13.3019	9.1485	0.0000	33.3333	68.7755
Indepmembros	45.8025	28.3921	9.0909	90.9091	61.9881

Painel H: Estatística descritiva por setor de Materiais

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0096	0.0867	-0.5857	0.2933	906.5002
J1991	-0.0238	0.1144	-0.6091	0.4776	-480.1101
K2005	-0.0074	0.0753	-0.4654	0.3139	-1022.8554
P2005	-0.0196	0.1070	-0.5878	0.4653	-544.7554
ESG	49.5948	20.8347	1.8203	89.6741	42.0099
E	47.8002	24.7626	0.0000	95.0430	51.8045
S	51.2751	24.7007	0.7178	95.3563	48.1728
G	50.8407	21.5225	2.6786	94.0952	42.3333
P	4.2943	5.8841	0.0138	50.6001	137.0207
LPA	0.2788	0.7549	-2.5727	4.9608	270.7898
VPA	3.7195	3.9329	-0.5327	17.5029	105.7378
ROA	0.0751	0.0660	-0.2625	0.3333	87.8338
END	0.5771	0.1814	0.0038	1.0000	31.4423
FCO	0.0122	0.0620	-0.3488	0.2083	509.0346
Lntam	22.6539	1.0820	20.0884	25.5908	4.7761
MTB	1.9332	4.6938	0.0102	56.0182	242.8058
Mulheres	8.3490	9.1759	0.0000	42.8571	109.9036
Indepmembros	36.7323	20.8515	0.0000	85.7143	56.7661

Painel I: Estatística descritiva por setor de Construção Civil

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0099	0.0582	-0.0870	0.3186	586.7738
J1991	0.0065	0.0620	-0.0890	0.3048	955.7931
K2005	-0.0130	0.0750	-0.2688	0.3108	-578.0961
P2005	0.0133	0.0511	-0.0808	0.1860	383.3693
ESG	39.4377	21.4747	4.9715	87.8922	54.4523
E	33.5325	27.2069	0.0000	95.4406	81.1359
S	44.9394	26.4971	2.2853	88.3526	58.9620
G	40.0035	20.7666	8.4420	82.1209	51.9120

P	2.6448	1.8352	0.7476	8.1834	69.3895
LPA	0.1417	0.1708	-0.6340	0.6864	120.5700
VPA	3.5044	2.4967	0.7745	10.4023	71.2450
ROA	0.0464	0.0230	0.0049	0.1150	49.5346
END	0.4647	0.1410	0.2626	0.9333	30.3421
FCO	0.0247	0.0295	-0.1000	0.0889	119.7734
Lntam	22.0388	0.7375	20.5125	23.4959	3.3462
MTB	0.4274	0.4202	0.0343	2.3740	98.3101
Mulheres	4.1724	6.8692	0.0000	25.0000	164.6360
Indepmembros	34.8342	17.0009	0.0000	83.3333	48.8052

Painel I: Estatística descritiva por setor de Utilidades

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variação
<i>Accruals</i>	0.0494	0.1021	-1.0033	0.4257	206.7368
J1991	-0.0131	0.0904	-0.4797	0.3641	-691.6509
K2005	-0.0209	0.0815	-0.5556	0.3308	-389.9523
P2005	-0.0116	0.0997	-0.9188	0.2487	-856.0597
ESG	49.7670	22.3690	2.1236	88.2615	44.9475
E	45.1617	29.5581	0.0000	94.2971	65.4494
S	54.0893	25.1154	0.8652	94.5027	46.4331
G	51.9656	19.2817	5.7609	90.0508	37.1047
P	2.8567	5.2559	0.0349	75.5976	183.9849
LPA	0.2072	0.5577	-5.2961	1.3931	269.1319
VPA	2.6927	3.8287	0.0526	35.0197	142.1883
ROA	0.0928	0.0556	-0.0671	0.4783	59.9040
END	0.5897	0.1302	0.2684	0.8462	22.0765
FCO	-0.0026	0.0628	-0.3125	0.4762	-2400.0076
Lntam	22.3683	0.9650	19.1626	24.9718	4.3139
MTB	4.3712	15.1135	0.0040	145.8180	345.7538
Mulheres	9.7560	10.0243	0.0000	60.0000	102.7501
Indepmembros	30.8846	20.4111	0.0000	100.0000	66.0881

Fonte: Elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; E = score de environmental; S = score de social; G = score de corporate governance; P = preço da ação em 30 de abril do ano seguinte; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indepmembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa; Inter = interação entre ESG e J1991; Inter1 = interação entre ESG e K2005; Inter2 = interação entre ESG e P2005.

Apêndice C – Correlação entre as variáveis

continua...

Tabela 14 – Correlação entre as variáveis do estudo

	Painel A – Modelo geral																	
	Accruals	J1991	K2005	PAE2005	ESG	E	S	G	P	LPA	VPA	ROA	END	FCO	Lntam	MTB	Mulheres	Indpmembros
Accruals	1,000																	
J1991	0,018	1,000																
	0,507																	
K2005	-0,032	0,633	1,000															
	0,236	0,000																
P2005	-0,011	0,415	0,329	1,000														
	0,683	0,000	0,000															
ESG	-0,008	-0,014	-0,060	-0,032	1,000													
	0,768	0,602	0,023	0,234														
ESG	-0,013	-0,031	-0,060	-0,043	0,900	1,000												
	0,618	0,250	0,023	0,103	0,000													
S	0,017	-0,018	-0,047	-0,020	0,927	0,805	1,000											
	0,520	0,500	0,078	0,450	0,000	0,000												
G	-0,019	0,020	-0,050	0,013	0,662	0,398	0,476	1,000										
	0,469	0,446	0,058	0,631	0,000	0,000	0,000											
P	0,126	-0,030	-0,027	-0,069	0,072	0,057	0,064	0,048	1,000									
	0,000	0,256	0,314	0,010	0,007	0,032	0,016	0,071										
LPA	0,363	-0,028	-0,031	-0,076	0,049	0,038	0,081	-0,024	0,592	1,000								
	0,000	0,285	0,238	0,004	0,064	0,153	0,002	0,360	0,000									
VPA	-0,007	-0,146	-0,135	-0,074	0,014	0,010	0,042	-0,024	0,653	0,505	1,000							
	0,791	0,000	0,000	0,006	0,596	0,718	0,113	0,366	0,000	0,000								
ROA	0,454	0,033	0,029	-0,029	0,081	0,070	0,085	0,040	0,206	0,433	-0,155	1,000						
	0,000	0,214	0,272	0,268	0,002	0,009	0,001	0,133	0,000	0,000	0,000							
END	-0,256	0,063	0,056	-0,012	0,255	0,214	0,221	0,209	-0,029	-0,143	-0,182	-0,161	1,000					
	0,000	0,018	0,034	0,650	0,000	0,000	0,000	0,000	0,271	0,000	0,000	0,000						
FCO	-0,580	-0,044	0,021	-0,024	0,011	0,018	-0,008	0,006	0,060	0,064	-0,030	0,158	-0,020	1,000				
	0,000	0,097	0,441	0,359	0,692	0,491	0,764	0,813	0,024	0,016	0,264	0,000	0,456					

Lntam	-0,074	-0,148	-0,140	-0,131	0,426	0,455	0,403	0,194	0,221	0,132	0,290	-0,048	0,294	0,002	1,000			
	0,005	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,069	0,000	0,935				
MTB	0,251	0,047	0,041	-0,077	0,074	0,067	0,039	0,067	0,329	0,166	-0,285	0,535	0,063	0,118	-0,076	1,000		
	0,000	0,079	0,126	0,004	0,006	0,011	0,138	0,012	0,000	0,000	0,000	0,000	0,017	0,000	0,004			
Mulheres	0,012	0,067	0,005	0,050	0,185	0,098	0,144	0,280	-0,039	-0,071	-0,110	-0,003	0,034	0,001	0,008	0,043	1,000	
	0,666	0,012	0,860	0,059	0,000	0,000	0,000	0,000	0,143	0,007	0,000	0,907	0,202	0,973	0,763	0,104		
Indpmembros	-0,057	0,075	0,052	0,041	0,132	0,021	0,092	0,293	0,015	-0,043	-0,081	0,043	0,035	0,114	-0,013	0,139	0,112	1,000
	0,032	0,005	0,050	0,121	0,000	0,425	0,001	0,000	0,582	0,103	0,002	0,110	0,185	0,000	0,618	0,000	0,000	

Painel B – Correlação da Argentina

	Accruals	J1991	K2005	PAE2005	ESG	E	S	G	P	LPA	VPA	ROA	END	FCO	Lntam	MTB	Mulheres	Indpmembros
Accruals	1,000																	
J1991	0,101	1,000																
	0,322																	
K2005	0,106	0,707	1,000															
	0,300	0,000																
P2005	0,053	0,311	0,336	1,000														
	0,6023	0,002	0,001															
ESG	-0,226	-0,074	-0,123	0,002	1,000													
	0,026	0,471	0,227	0,988														
ESG	-0,185	0,071	-0,013	0,060	0,885	1,000												
	0,068	0,487	0,897	0,557	0,000													
S	-0,211	-0,036	-0,107	0,002	0,927	0,848	1,000											
	0,037	0,723	0,295	0,983	0,000	0,000												
G	-0,157	-0,153	-0,104	-0,006	0,645	0,370	0,410	1,000										
	0,122	0,134	0,307	0,956	0,000	0,000	0,000											
P	0,097	-0,095	-0,211	-0,232	0,508	0,403	0,459	0,405	1,000									
	0,344	0,351	0,037	0,021	0,000	0,000	0,000	0,000										
LPA	0,487	0,109	0,035	-0,015	0,240	0,241	0,215	0,114	0,360	1,000								
	0,000	0,286	0,731	0,887	0,017	0,017	0,034	0,264	0,000									
VPA	0,037	-0,100	-0,197	-0,124	0,534	0,353	0,397	0,611	0,701	0,303	1,000							
	0,719	0,325	0,052	0,225	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002								
ROA	0,437	0,192	0,131	0,075	-0,097	-0,078	-0,074	-0,144	0,053	0,472	0,080	1,000						
	0,000	0,059	0,199	0,465	0,345	0,446	0,467	0,157	0,602	0,000	0,436							
END	-0,180	-0,070	-0,115	-0,119	0,382	0,414	0,299	0,338	0,477	-0,002	0,362	-0,336	1,000					
	0,076	0,493	0,261	0,244	0,000	0,000	0,003	0,001	0,000	0,987	0,000	0,001						
FCO	-0,651	-0,033	-0,031	-0,104	0,220	0,200	0,238	0,159	0,043	-0,065	0,098	0,040	0,065	1,000				

	0,000	0,744	0,761	0,311	0,030	0,048	0,018	0,119	0,674	0,524	0,339	0,697	0,526					
Lntam	0,116	-0,120	-0,156	-0,012	0,257	0,127	0,135	0,582	0,477	0,198	0,563	-0,086	0,397	0,046	1,000			
	0,256	0,239	0,126	0,905	0,011	0,214	0,184	0,000	0,000	0,050	0,000	0,400	0,000	0,652				
MTB	0,356	0,140	0,084	-0,092	-0,212	-0,099	-0,083	-0,386	0,223	0,256	-0,253	0,319	0,011	-0,228	-0,127	1,000		
	0,000	0,169	0,411	0,366	0,036	0,331	0,418	0,000	0,027	0,011	0,012	0,001	0,917	0,024	0,213			
Mulheres	-0,205	-0,109	-0,136	-0,114	0,021	0,006	-0,128	0,322	-0,079	-0,151	0,122	-0,207	0,173	0,123	0,209	-0,404	1,000	
	0,043	0,285	0,183	0,263	0,836	0,953	0,208	0,001	0,441	0,137	0,232	0,041	0,088	0,227	0,039	0,000		
Indpmembros	-0,108	-0,121	-0,125	0,077	0,320	0,125	0,180	0,678	0,171	0,009	0,457	-0,067	0,114	0,096	0,652	-0,370	0,316	1,000
	0,290	0,235	0,220	0,449	0,001	0,222	0,077	0,000	0,092	0,932	0,000	0,510	0,264	0,348	0,000	0,000	0,002	

Painel C – Correlação do Brasil

	Accruals	J1991	K2005	PAE2005	ESG	E	S	G	P	LPA	VPA	ROA	END	FCO	Lntam	MTB	Mulheres	Indpmembros
Accruals	1,000																	
J1991	0,053	1,000																
	0,176																	
K2005	-0,024	0,625	1,000															
	0,532	0,000																
P2005	-0,011	0,380	0,339	1,000														
	0,788	0,000	0,000															
ESG	0,053	-0,052	-0,102	-0,089	1,000													
	0,173	0,178	0,009	0,022														
ESG	0,028	-0,085	-0,116	-0,095	0,879	1,000												
	0,469	0,028	0,003	0,015	0,000													
S	0,105	-0,052	-0,085	-0,087	0,909	0,757	1,000											
	0,007	0,178	0,029	0,025	0,000	0,000												
G	-0,004	0,027	-0,036	0,025	0,660	0,366	0,457	1,000										
	0,926	0,482	0,360	0,513	0,000	0,000	0,000											
P	0,171	-0,003	-0,018	-0,026	0,137	0,061	0,112	0,207	1,000									
	0,000	0,932	0,646	0,499	0,000	0,120	0,004	0,000										
LPA	0,405	-0,047	-0,078	-0,073	0,157	0,109	0,205	0,093	0,436	1,000								
	0,000	0,227	0,046	0,062	0,000	0,005	0,000	0,017	0,000									
VPA	-0,042	-0,181	-0,169	-0,023	0,052	0,029	0,105	0,030	0,337	0,363	1,000							
	0,280	0,000	0,000	0,549	0,178	0,457	0,007	0,445	0,000	0,000								
ROA	0,461	0,012	-0,001	-0,053	0,168	0,148	0,169	0,109	0,308	0,447	-0,252	1,000						
	0,000	0,768	0,989	0,176	0,000	0,000	0,000	0,005	0,000	0,000	0,000							
END	-0,231	0,114	0,090	-0,002	0,253	0,228	0,207	0,169	-0,036	-0,147	-0,287	-0,146	1,000					
	0,000	0,003	0,020	0,952	0,000	0,000	0,000	0,000	0,359	0,000	0,000	0,000						

FCO	-0,544	-0,090	0,008	-0,010	-0,049	-0,021	-0,087	-0,004	0,042	0,028	-0,082	0,193	-0,118	1,000				
	0,000	0,021	0,846	0,794	0,210	0,597	0,025	0,924	0,279	0,470	0,035	0,000	0,002					
Lntam	-0,047	-0,134	-0,163	-0,094	0,472	0,518	0,458	0,140	0,158	0,202	0,351	-0,035	0,271	-0,082	1,000			
	0,227	0,001	0,000	0,016	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,371	0,000	0,035				
MTB	0,254	0,025	0,004	-0,127	0,103	0,079	0,045	0,126	0,332	0,044	-0,525	0,547	0,090	0,113	-0,154	1,000		
	0,000	0,520	0,916	0,001	0,008	0,043	0,243	0,001	0,000	0,258	0,000	0,000	0,021	0,004	0,000			
Mulheres	0,054	0,057	-0,022	0,066	0,185	0,065	0,108	0,334	0,065	0,001	-0,085	0,081	-0,020	0,003	-0,058	0,117	1,000	
	0,167	0,143	0,565	0,091	0,000	0,095	0,006	0,000	0,094	0,980	0,029	0,036	0,612	0,932	0,136	0,003		
Indpmembros	-0,006	0,076	0,079	0,035	0,047	-0,119	-0,002	0,329	-0,026	-0,106	-0,159	0,007	-0,038	0,072	-0,272	0,146	0,153	1,000
	0,878	0,052	0,041	0,363	0,223	0,002	0,968	0,000	0,499	0,006	0,000	0,850	0,330	0,063	0,000	0,000	0,000	

Painel D – Correlação do Chile

	Accruals	J1991	K2005	PAE2005	ESG	E	S	G	P	LPA	VPA	ROA	END	FCO	Lntam	MTB	Mulheres	Indpmembros
Accruals	1,000																	
J1991	0,056	1,000																
	0,410																	
K2005	0,029	0,664	1,000															
	0,668	0,000																
P2005	-0,085	0,449	0,427	1,000														
	0,205	0,000	0,000															
ESG	-0,138	0,011	-0,010	0,140	1,000													
	0,040	0,876	0,888	0,036														
ESG	-0,176	0,044	0,071	0,152	0,927	1,000												
	0,008	0,518	0,289	0,024	0,000													
S	-0,155	-0,003	-0,008	0,189	0,932	0,843	1,000											
	0,021	0,966	0,904	0,005	0,000	0,000												
G	0,011	-0,049	-0,166	-0,005	0,729	0,537	0,540	1,000										
	0,875	0,467	0,013	0,944	0,000	0,000	0,000											
P	-0,024	-0,105	-0,108	-0,128	-0,145	-0,134	-0,128	-0,150	1,000									
	0,725	0,117	0,108	0,057	0,030	0,046	0,057	0,026										
LPA	0,257	-0,057	-0,033	-0,125	-0,256	-0,219	-0,236	-0,240	0,717	1,000								
	0,000	0,401	0,623	0,062	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000									
VPA	-0,106	-0,108	-0,113	-0,114	-0,185	-0,154	-0,145	-0,227	0,918	0,668	1,000							
	0,113	0,108	0,092	0,090	0,006	0,021	0,030	0,001	0,000	0,000								
ROA	0,524	0,031	-0,007	-0,049	-0,024	-0,050	-0,036	0,053	-0,027	0,318	-0,164	1,000						
	0,000	0,641	0,915	0,471	0,726	0,457	0,589	0,430	0,690	0,000	0,014							
END	-0,139	-0,166	-0,122	-0,040	0,105	0,005	0,103	0,181	0,077	-0,011	0,067	-0,069	1,000					

END	-0,251	0,269	0,159	0,087	-0,229	-0,182	-0,222	-0,040	0,062	0,124	0,109	0,100	1,000						
	0,047	0,033	0,212	0,499	0,071	0,153	0,081	0,759	0,629	0,332	0,393	0,437							
FCO	-0,779	0,041	-0,050	0,018	-0,195	-0,211	-0,098	-0,196	0,189	0,172	0,192	0,100	0,086	1,000					
	0,000	0,751	0,700	0,891	0,126	0,097	0,443	0,124	0,138	0,177	0,132	0,436	0,502						
Lntam	0,033	0,242	0,162	0,231	0,111	-0,130	0,172	0,487	-0,007	-0,004	-0,094	0,252	0,361	0,025	1,000				
	0,796	0,056	0,206	0,069	0,388	0,311	0,178	0,000	0,957	0,973	0,466	0,046	0,004	0,848					
MTB	0,446	0,017	0,141	0,025	0,144	0,117	0,282	-0,049	0,100	0,237	-0,189	0,484	-0,256	-0,112	0,317	1,000			
	0,000	0,893	0,270	0,846	0,260	0,362	0,025	0,701	0,436	0,061	0,137	0,000	0,043	0,384	0,011				
Mulheres	-0,053	-0,206	-0,065	-0,085	-0,133	-0,209	-0,163	0,055	-0,030	-0,200	-0,026	-0,259	-0,147	-0,176	-0,148	-0,078	1,000		
	0,678	0,106	0,613	0,506	0,299	0,100	0,203	0,671	0,818	0,116	0,838	0,040	0,252	0,167	0,246	0,542			
Indpmembros	0,275	0,041	0,037	-0,116	0,348	0,247	0,353	0,236	-0,295	-0,115	-0,366	0,304	0,091	-0,210	0,347	0,304	0,092	1,000	
	0,029	0,753	0,773	0,367	0,005	0,051	0,005	0,063	0,019	0,370	0,003	0,016	0,478	0,099	0,005	0,016	0,475		

Painel F – Correlação do México

	Accruals	J1991	K2005	PAE2005	ESG	E	S	G	P	LPA	VPA	ROA	END	FCO	Lntam	MTB	Mulheres	Indpmembros	
Accruals	1,000																		
J1991	-0,018	1,000																	
	0,760																		
K2005	-0,143	0,548	1,000																
	0,015	0,000																	
P2005	0,039	0,455	0,202	1,000															
	0,515	0,000	0,001																
ESG	-0,072	-0,004	-0,090	-0,179	1,000														
	0,226	0,943	0,128	0,002															
ESG	-0,092	-0,035	-0,124	-0,197	0,915	1,000													
	0,118	0,550	0,035	0,001	0,000														
S	-0,070	-0,015	-0,079	-0,163	0,951	0,867	1,000												
	0,238	0,806	0,184	0,006	0,000	0,000													
G	-0,008	0,080	-0,028	-0,104	0,707	0,454	0,562	1,000											
	0,896	0,176	0,638	0,079	0,000	0,000	0,000												
P	0,367	-0,078	0,004	-0,061	-0,075	-0,108	-0,102	-0,044	1,000										
	0,000	0,186	0,947	0,301	0,206	0,068	0,085	0,457											
LPA	0,418	0,002	0,026	0,050	-0,127	-0,186	-0,139	-0,052	0,708	1,000									
	0,000	0,968	0,665	0,402	0,032	0,002	0,018	0,378	0,000										
VPA	0,199	-0,169	-0,099	-0,051	-0,164	-0,163	-0,165	-0,162	0,744	0,709	1,000								
	0,001	0,004	0,095	0,386	0,005	0,006	0,005	0,006	0,000	0,000									
ROA	0,545	0,038	0,040	-0,003	0,014	-0,025	0,003	0,039	0,390	0,463	0,053	1,000							

ROA	0,506	-0,098	0,051	-0,079	0,010	-0,024	0,060	-0,090	0,275	0,552	-0,026	1,000						
	0,000	0,378	0,648	0,476	0,927	0,831	0,588	0,415	0,011	0,000	0,813							
END	-0,333	0,183	0,160	0,188	0,346	0,254	0,307	0,197	-0,247	-0,189	-0,405	-0,084	1,000					
	0,002	0,095	0,146	0,087	0,001	0,020	0,005	0,072	0,023	0,086	0,000	0,446						
FCO	-0,678	0,072	0,193	-0,010	-0,054	-0,082	-0,087	-0,007	0,124	0,198	0,050	0,071	0,220	1,000				
	0,000	0,516	0,078	0,925	0,625	0,456	0,433	0,947	0,262	0,071	0,654	0,523	0,044					
Lntam	-0,220	0,078	0,173	-0,038	0,008	0,036	0,004	-0,036	0,340	0,105	0,404	-0,104	0,164	0,155	1,000			
	0,044	0,481	0,115	0,732	0,942	0,747	0,973	0,747	0,002	0,341	0,000	0,349	0,135	0,161				
MTB	0,135	0,016	-0,033	-0,006	-0,063	-0,066	-0,054	-0,077	0,516	0,448	0,071	0,580	0,176	0,134	0,048	1,000		
	0,222	0,883	0,769	0,957	0,572	0,549	0,629	0,486	0,000	0,000	0,519	0,000	0,109	0,224	0,668			
Mulheres	0,211	0,054	0,048	0,093	0,169	0,157	0,239	0,032	-0,257	-0,200	-0,273	-0,018	0,190	-0,293	-0,008	0,027	1,000	
	0,054	0,623	0,663	0,398	0,125	0,153	0,029	0,770	0,018	0,068	0,012	0,870	0,084	0,007	0,939	0,806		
Indpmembros	-0,273	0,127	-0,004	0,033	0,267	0,066	0,174	0,530	-0,005	-0,337	-0,131	-0,159	0,069	0,030	0,205	-0,002	0,094	1,000
	0,012	0,250	0,973	0,764	0,014	0,551	0,113	0,000	0,963	0,002	0,235	0,148	0,532	0,784	0,062	0,986	0,397	

Fonte: Elaborada pelo autor

Legenda: J1991 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones (1991); K2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Jones Modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005); P2005 = *accruals discricionários* calculados pelo modelo de Pae (2005); ESG = score de environmental, social and corporate governance; E = score de environmental; S = score de social; G = score de corporate governance; P = preço da ação em 30 de abril do ano seguinte; LPA = lucro por ação; VPA = valor patrimonial por ação; ROA = retorno sobre o ativo; END = endividamento total; FCO = fluxo de caixa operacional; Lntam = logaritmo do tamanho do ativo; MTB = market-to-book; mulheres = percentual de mulheres no *board* da empresa; Indpmembros = percentual de membros independentes no *board* da empresa.