

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

SONIA DE FÁTIMA OLIVEIRA

**EFEITO DAS NOTÍCIAS RELACIONADAS À ESG NO RETORNO DAS AÇÕES
DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM O ISE: UMA ANÁLISE COM ESTUDOS DE
EVENTOS E IMPLICAÇÕES PARA A REGIONALIDADE**

**UBERLÂNDIA – MG.
2024**

SONIA DE FÁTIMA OLIVEIRA

**EFEITO DAS NOTÍCIAS RELACIONADAS À ESG NO RETORNO DAS AÇÕES
DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM O ISE: UMA ANÁLISE COM ESTUDOS DE
EVENTOS E IMPLICAÇÕES PARA A REGIONALIDADE**

**Dissertação de mestrado a ser apresentado
ao Programa de Pós-Graduação em
Administração da Universidade Federal de
Uberlândia, como parte dos requisitos para
a obtenção do título de Mestre em
Administração.**

**Linha de pesquisa: Gestão Organizacional e
Regionalidade.**

**Orientador: Prof. Dr. Luciano Ferreira
Carvalho.**

A ficha catalográfica contém as informações bibliográficas (autor, título, local de publicação, assuntos e outras) necessárias para identificação da obra.

A confecção da ficha catalográfica para teses e dissertações é feita de forma automatizada dentro do Portal do Aluno.

Acesse: [Tutorial para confecção da Ficha Catalográfica Online](#) Acesse:
www.portalestudante.ufu.br

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

O48 2024	<p>Oliveira, Sonia de Fátima, 1961- EFEITO DAS NOTÍCIAS RELACIONADAS À ESG NO RETORNO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM O ISE: [recurso eletrônico] : UMA ANÁLISE COM ESTUDOS DE EVENTOS E IMPLICAÇÕES PARA A REGIONALIDADE / Sonia de Fátima Oliveira. - 2024.</p> <p>Orientadora: Luciano Ferreira Carvalho. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-graduação em Administração. Modo de acesso: Internet. Disponível em: http://doi.org/10.14393/ufu.di.2024.68 Inclui bibliografia.</p> <p>1. Administração. I. Carvalho, Luciano Ferreira, 1975- , (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Administração. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU: 658</p>
-------------	---

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração
Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG,
CEP 38400-902

Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico PPGADM - Número 274				
Data:	29 de fevereiro de 2024	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:	16:00
Matrícula do Discente:	12212ADM014				
Nome do Discente:	Sonia de Fátima Oliveira				
Título do Trabalho:	EFEITO DAS NOTÍCIAS RELACIONADAS À ESG NO RETORNO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM O ISE: UMA ANÁLISE COM ESTUDOS DE EVENTOS E IMPLICAÇÕES PARA A REGIONALIDADE				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniu-se virtualmente por web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores(a) Doutores(a): Luciana Carvalho (UFU), Alethéia Ferreira da Cruz (UFG) e Luciano Ferreira Carvalho (UFU), orientador da candidata. Ressalta-se que todos os membros da banca e a aluna participaram remotamente por web conferência.

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

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

Aprovada

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

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

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



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 29/02/2024, às 15:29, 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 **Luciano Ferreira Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 29/02/2024, às 15:39, 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 **Aletheia Ferreira da Cruz, Usuário Externo**, em 07/03/2024, às 10:45, 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 **5195463** e o código CRC **2A322F43**.

Referência: Processo nº 23117.012556/2024-12

SEI nº 5195463

Dedico este trabalho à minha filha Profa. Dra. Fernanda Francielle de Oliveira Malaquias, ao meu genro Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias e aos meus queridos netos Alice de Oliveira Malaquias e Arthur de Oliveira Malaquias, que me inspiraram, me encorajaram e me apoiaram em toda essa jornada.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e àqueles que fizeram parte desta jornada, ora me ensinando, me orientando, ora me incentivando. Especialmente, gostaria de agradecer à minha família, que me encorajou e apoiou com muito amor e carinho, tornando essa jornada muito especial e menos árdua e que hoje celebra comigo essa vitória. Agradeço aos docentes do PPGAdm da FAGEN que, sem exceção, demonstraram profissionalismo, qualidade acadêmica, ética e disponibilidade durante todo o processo. Agradeço também aos colegas que vivenciaram essa experiência comigo e à Universidade Federal de Uberlândia. Agradeço imensamente ao meu orientador, Professor Doutor Luciano Ferreira Carvalho, que com profissionalismo e comprometimento, me ensinou e orientou brilhantemente. Por fim, agradeço ao Professor Doutor José Eduardo Ferreira Lopes pela sua contribuição a essa dissertação e aos membros da banca pelas sugestões e contribuições.

“Julgue seu sucesso pelas coisas que você teve que renunciar para conseguir”.

Dalai Lama.

RESUMO

i) Contextualização: As empresas que compõem o ISE são aquelas que têm melhores práticas ESG e que se preocupam com o desempenho corporativo. Ainda assim, essas empresas também podem eventualmente incorrer em práticas irresponsáveis gerando notícias negativas na mídia. Dessa forma, necessário se faz compreender se os retornos das ações dessas empresas são afetados pelo seu comportamento irresponsável e recompensadas pelo seu comportamento responsável.

ii) Objetivo: O objetivo desta pesquisa é analisar o efeito das notícias relacionadas à ESG no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

iii) Metodologia: Para realizar a pesquisa foram coletadas notícias sobre as empresas pertencentes à carteira do ISE da B3 publicadas no site do jornal Valor Econômico entre 2018 e 2022. A amostra final é composta por 44 empresas e 224 notícias relacionadas a Ambiente, 192 relacionadas a Governança e 157 relacionadas ao fator Social. A análise dos dados foi realizada em duas etapas, sendo a primeira etapa qualitativa com análise e classificação das notícias de acordo com o tom (positivo ou negativo) e a segunda etapa quantitativa, com Estudo de Eventos.

iv) Resultados: Com relação ao fator Ambiente, os resultados mostram um efeito negativo das notícias com tom negativo. Porém, não houve efeito significativo com relação às notícias com tom positivo. Já no que se refere ao fator Social, identificou-se um efeito positivo das notícias positivas, mas não foi identificado nenhum efeito das notícias negativas. Os resultados também apontam que notícias positivas relacionadas à Governança podem ter um efeito positivo sobre o retorno das ações, enquanto notícias negativas sobre Governança apresentam um efeito negativo sobre o retorno das ações.

v) Aderência da pesquisa com a área de concentração do Programa de Pós-Graduação em Administração (Regionalidade e Gestão) e com a linha de pesquisa (Gestão Organizacional e Regionalidade): A pesquisa visa analisar o efeito da divulgação de notícias relacionadas a ESG no retorno das ações das empresas que compõem o ISE, estando, portanto, relacionada à área de Gestão e, mais especificamente, à área de Gestão Organizacional/Finanças. No que se refere à regionalidade, são apresentadas as implicações regionais da pesquisa para as empresas do Alto Paranaíba e Triângulo Mineiro.

vi) Impacto e caráter inovador na produção intelectual: Esta pesquisa apresenta análises sobre o efeito de divulgação de notícias relacionadas a ESG no mercado de ações brasileiro, enriquecendo o universo de estudos anteriores que versam sobre o tema.

vii) Impacto econômico e social: No âmbito econômico, esta pesquisa contribui para empresas e reguladores, ao identificar como o mercado reage a notícias positivas e negativas sobre ESG. Ao mostrar que o mercado brasileiro está atento à essas notícias e está precificando essas notícias mesmo que a curto prazo, os resultados da pesquisa podem contribuir para a tomada de decisão das empresas. No âmbito social, os resultados desse estudo podem incentivar a adoção de práticas em ESG pelas organizações, contribuindo para a sociedade de forma prática.

viii) Implicações regionais: Os resultados desta pesquisa podem ter implicações para as empresas do Alto Paranaíba e Triângulo Mineiro. Considerando os possíveis efeitos financeiros da divulgação de notícias em ESG inclusive em mídias locais, estas empresas podem ser incentivadas a adotar práticas ESG, beneficiando a população da região e seus stakeholders internos e externos.

ix) Objetivos de Desenvolvimento Sustentável atendidos na pesquisa: A pesquisa tem relação com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) que são parte da Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas (ONU). Ao identificar o efeito que as notícias positivas e negativas podem ter no retorno das ações, este trabalho pode agregar conhecimento para a promoção de investimentos em programas de diversidade, melhoria na governança e práticas socialmente e ambientalmente responsáveis. Assim esta pesquisa está alinhada ao ODS 17 que tem como meta “fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável” (Nações Unidas Brasil, Agenda 2030, 2015, p. 19).

Palavras-chave: ESG, ISE, Estudo de Eventos, Regionalidade, Retorno de ações.

ABSTRACT

i) Contextualization: The companies listed at ISE are those that have best ESG practices and that are concerned with corporate performance. Even so, these companies may also occasionally commit irresponsible practices, generating negative news in the media. Therefore, it is necessary to understand whether the stock returns of these companies are affected by their irresponsible behavior and rewarded for their responsible behavior.

ii) Objective: The aim of this research is to analyze the effect of news related to ESG on the stock returns of companies listed on the ISE.

iii) Methodology: To carry out the research, news about companies belonging to ISE's portfolio published on the Valor Econômico newspaper website between 2018 and 2022 were collected. The final sample comprises 44 companies and 224 news related to Environment, 192 related to Governance and 157 related to the Social factor. Data analysis was carried out in two stages. The first was a qualitative stage with analysis and classification of news according to the tone (positive or negative) and the second was a quantitative stage, with Event Study.

iv) Results: In relation to the Environmental factor, the results show a negative effect of the negative news. However, there is no significant effect in relation to positive news. Regarding the Social factor, it was identified a positive effect of positive news, but it was not identified a significant effect of negative news. The results also indicate that positive news related to Governance can have a positive effect on stock returns, while negative news about Governance has a negative effect on stock returns.

v) Compliance of the research with the concentration area of the Postgraduate Program in Administration (Regionality and Management) and with the line of research (Organizational Management and Regionality): The research aims to analyze the effect of news related to ESG on stock returns of the companies listed on the ISE being, therefore, related to the Management field and, more specifically, to the Organizational Management/Finance area. With regard to regionality, the regional implications of the research for companies of Alto Paranaíba and Triângulo Mineiro are presented.

vi) Impact and innovative character on intellectual production: This research presents analyzes on the effect of news related to ESG in the Brazilian market, expanding the universe of previous studies that deal with the topic.

vii) Economic and social impact: In the economic sphere, this research contributes to companies and regulators by identifying how the market reacts to positive and negative news about ESG. By showing that the Brazilian market is attentive to this news and is pricing this

news even in the short term, the research results can contribute to companies' decision-making. In the social sphere, the results of this study can encourage the adoption of ESG practices by organizations, contributing to society in a practical way.

viii) Regional implications: The results of this investigation may have implications for the companies of Alto Paranaíba and Triângulo Mineiro. Considering the possible financial effects of ESG news published in local media, these companies can be incentivized to adopt ESG practices, benefiting their communities and their internal and external stakeholders.

ix) Sustainable Development Goals met in the research: The research is related to the Sustainable Development Goals (SDGs) that are part of the United Nations (UN) 2030 Agenda. By identifying the effect that positive and negative news can have on stock returns, this work can add knowledge to promote investments in diversity programs, improved governance and socially and environmentally responsible practices. Therefore, this research is aligned with SDG 17, which aims to “strengthen the means of implementation and revitalize the global partnership for sustainable development” (Nações Unidas Brasil, Agenda 2030, 2015, p. 19).

Keywords: ESG, ISE, Event Study, Regionality, Stock Returns.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Interesse pelo termo ESG por estado.....	16
Figura 2 Modelo Conceitual das Hipóteses.....	34
Figura 3 Fluxograma Metodológico.....	38
Figura 4 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Negativo – 120 dias.....	40
Figura 5 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Positivo – 120 dias.....	41
Figura 6 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Governança com tom Negativo – 120 dias.....	43
Figura 7 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Governança com tom Positivo – 120 dias.....	44
Figura 8 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Social com tom Negativo – 120 dias.....	46
Figura 9 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Social com tom Positivo – 120 dias.....	47
Figura 10 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Negativo – 60 dias.....	71
Figura 11 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom positivo – 60 dias.....	72
Figura 12 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Governança com tom Negativo – 60 dias.....	73
Figura 13 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Governança com tom Positivo – 60 dias.....	74
Figura 14 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Social com tom Negativo – 60 dias.....	75
Figura 15 Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Social com tom Positivo – 60 dias.....	76

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Foco das pesquisas do Referencial Teórico.....	32
-----------------	--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Classificação das Notícias.....	39
Tabela 2 Notícias sobre Ambiente por Ano.....	39
Tabela 3 Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Negativo – Janela de Estimação de 120 dias.....	40
Tabela 4 Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Positivo – Janela de Estimação de 120 dias.....	41
Tabela 5 Notícias por ano de 2018 a 2022 - Aspecto Governança.....	42
Tabela 6 Retornos Anormais - Notícias sobre Governança com tom Negativo – Janela de Estimação de 120 dias.....	43
Tabela 7 Retornos Anormais - Notícias sobre Governança com tom Positivo – Janela de Estimação de 120 dias.....	44
Tabela 8 Notícias por ano de 2018 a 2022 - fator Social.....	45
Tabela 9 Retornos Anormais - Notícias sobre fator Social com tom Negativo – Janela de Estimação de 120 dias.....	46
Tabela 10 Retornos Anormais - Notícias sobre aspecto Social com tom Positivo – Janela de Estimação de 120 dias.....	47
Tabela 11 Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Negativo – Janela de Estimação de 60 dias.....	71
Tabela 12 Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Positivo – Janela de Estimação de 60 dias.....	72
Tabela 13 Retornos Anormais - Notícias sobre Governança com tom Negativo – Janela de Estimação de 60 dias.....	73
Tabela 14 Retornos Anormais - Notícias sobre Governança com tom Positivo – Janela de Estimação de 60 dias.....	74
Tabela 15 Retornos Anormais - Notícias sobre Fator Social com tom Negativo – Janela de Estimação de 60 dias.....	75
Tabela 16 Retornos Anormais - Notícias sobre Fator Social com tom Positivo – Janela de Estimação de 60 dias.....	76

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ESG – *Environmental, Social, and Governance*

ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial

B3 - B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão

ASG - Ambiental, Social e Governança

PPGAdm - Programa de Pós-Graduação em Administração

ONU - Organização das Nações Unidas

ODS - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

HEM - Hipótese de Eficiência de Mercado

GRI - *Global Reporting Initiative*

Eco/92 - Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento

RSE - Responsabilidade Social Empresarial

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

GEE – Gases de efeito estufa

CO2 – Dióxido de carbono

CEOs - *Chief Executive Officers*

ERs – Retornos Esperados

ARs – Retornos Anormais

RSC – Responsabilidade Social Corporativa

BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

ABI/Inform – Banco de dados

Web - *World Wide Web*

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

BMF&BOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros & Bolsa de Valores de São Paulo

TI – Tecnologia da Informação

MCCC - *Media Climate Change Concerns*

EGKLS - *Engle, Giglio, Kelly, Lee e Stroebe*

DJSI - Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade

S&P 500 - Standard and Poor's 500

CAR – Retorno Anormal Cumulativo

IGC – Índice de Governança Corporativa

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização	12
1.2 Objetivos	15
1.3 Justificativa.....	15
1.4 Estrutura da Dissertação.....	17
CAPÍTULO 2 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	18
2.1 ESG - <i>Environmental, Social, and Governance</i>	18
2.2 Hipótese de Eficiência de Mercado	20
2.3 Evidências empíricas anteriores	21
2.4 Apresentação das Hipóteses	33
CAPÍTULO 3 - ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	35
CAPÍTULO 4 - RESULTADOS.....	39
4.1 Análise das notícias sobre o fator Ambiente	39
4.2 Análise das notícias sobre o fator Governança	42
4.3 Análise das notícias sobre o fator Social.....	45
CAPÍTULO 5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS	50
APÊNDICE A: Fichamento dos Artigos citados no Referencial Teórico.....	63
APÊNDICE B: Estudos de Eventos – Notícias sobre Ambiente com Janela de Estimação de 60 dias.....	74
APÊNDICE C: Estudos de Eventos – Notícias sobre Governança com Janela de Estimação de 60 dias.....	76
APÊNDICE D: Estudos de Eventos – Notícias sobre Social com Janela de Estimação de 60 dias.....	78

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Independentemente do tamanho e da natureza do negócio, as empresas têm a necessidade de gerenciar sua reputação (Correa-Garcia; Garcia-Benau & Garcia-Meca, 2020; Schiereck & Königs, 2008). O gerenciamento da reputação tem sido especialmente relevante a partir do surgimento das redes sociais que viabilizou a aceleração de notícias e da comunicabilidade, deixando as empresas mais expostas ao olhar da sociedade (Schrobback & Meath, 2020).

Caso exista a desinformação ou uma informação negativa sobre determinada marca ou empresa, isso poderá provocar crises na organização rapidamente e sua imagem reputacional sofrer sérios danos (Cardoso, 2020; Schiereck & Königs, 2008). Assim, a reputação corporativa tornou-se um fator importante para as empresas que desejam ser competitivas no mercado (Jan; Lai & Tahir, 2021; Schrobback & Meath, 2020).

Junto a isso, as pautas e políticas dos órgãos governamentais sobre práticas de responsabilidade social e ambiental têm sido amplamente divulgadas e estão sob o olhar atento da sociedade (Chen & Yang 2020). O êxito de uma marca, portanto, pode estar relacionado à forma com a qual ela trata as questões ambientais e sociais e principalmente, à visibilidade que possui na sociedade (Rosati, & Faria, 2019; Schrobback & Meath, 2020).

Por atuarem em países com legislações específicas e nas mais diversas regiões ambientais, as empresas vêm sofrendo pressões para adequações normativas e envolvimento em práticas em ESG (*Environmental, Social, and Governance*) (Arya & Zhang, 2009). Aspectos ambientais, sociais e de governança foram integrados de forma a contribuir para uma maior responsabilidade das corporações e líderes políticos (Lago, 2013).

O desempenho ambiental engloba dados mensuráveis de gestão de aspectos ambientais das atividades, da produção e da prestação de serviços da organização (Gabriel & Feil, 2019). O Fator ambiental está relacionado ao controle dos recursos e sua alocação e envolve, por exemplo, estratégias organizacionais voltadas para o consumo consciente dos recursos naturais, produtos verdes e sustentabilidade empresarial (Gabriel & Feil, 2019, p. 8). O desempenho social está atrelado a programas e políticas sociais estabelecidos pela empresa (Gabriel & Feil, 2019). O fator social tem relação, por exemplo, com a melhoria das condições de trabalho e a concessão de mais benefícios para os funcionários (Gabriel & Feil, 2019).

O desempenho de governança envolve a experiência, a diversidade e a independência do conselho, além da proteção dos interesses dos *Stakeholders* (Colombo & Galli, 2010; Miralles-Quirós, Miralles-Quirós, & Gonçalves, 2018; Shahab; Gull; Rind; Sarang & Ahsan, 2022). A governança corporativa causa efeitos nas dimensões sociais, ambiental e financeira e tem importância para a sustentabilidade (Colombo & Galli, 2010). A adesão aos princípios norteadores para uma governança corporativa transparente e responsável pode mostrar aos investidores o comprometimento das corporações com o mercado financeiro (Colombo & Galli, 2010).

No caso das empresas de capital aberto, o valor da imagem corporativa tem participação efetiva nos resultados e a reputação pode ter influência na decisão de investidores (Souza; Brighenti & Hein., 2016; Rosati & Faria, 2019). Assim, a gestão das empresas de capital aberto também conta com o desafio da adequação e o cumprimento aos índices sobre ESG (Souza et al., 2016; Rosati & Faria, 2019).

Para as empresas listadas na B3 há um índice que apoia a tomada de decisão dos investidores e induz as organizações ao desenvolvimento de práticas sustentáveis denominado de Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) (Souza et al., 2016). A seleção da carteira ISE é realizada anualmente e visa incluir as empresas com as melhores práticas de sustentabilidade relacionadas a fatores como eficiência econômica, equidade social, meio ambiente e governança corporativa (Moura & Vieira Neto, 2023). Essas práticas tornaram-se preponderantes para as empresas pois, representam o respeito ao meio ambiente, a ética na governança e o envolvimento da sociedade para a melhoria dos aspectos socialmente responsáveis (Assumpção & Monzoni Neto, 2020).

Os índices de pontuações em ESG das empresas sinalizam para os investidores o seu grau de comprometimento, já que as empresas sem pontuação em ESG provocam temores ou dúvidas para o público investidor (Filbeck; Robbins & Zhao 2022). Dessa forma, os índices ESG auxiliam os investidores a observar o desempenho sustentável de uma empresa, “pois apenas empresas que superam seus pares em uma análise aprofundada de critérios econômicos, ambientais e sociais são incluídas nesses índices de sustentabilidade” (Rehman; Abidin; Ali; Nor; Naseem; Hasan & Ahmad 2021, p. 2).

Conforme apontam Chen e Yang (2021), à medida que os fatores ESG se tornam mais relevantes mais os investidores ficam atentos às informações sobre esses fatores. Assim, o alcance da reputação socioambiental das corporações baseia-se na transparência e confiança nas ações e a informação é fundamental tanto na avaliação das práticas sustentáveis das empresas, quanto na avaliação do risco empresarial (Gabriel & Feil, 2019; Dremptic; Klein &

Zwergel, 2020). Nesse sentido, a divulgação de relatórios com destaques em boas práticas de ESG apresenta-se como um impulsionador dessas práticas, o que pode contribuir para o desempenho financeiro corporativo (Rosati & Faria, 2019).

Entretanto, a divulgação de relatórios em ESG por parte das empresas tem sido avaliada de forma diferente pelos estudiosos (Di Vaio & Varriale, 2020). Alguns estudos questionam se os relatórios divulgados pelas empresas traduzem realmente as práticas desenvolvidas em ESG (Busco; Giovannoni; Granà & Izzo, 2018; Di Vaio & Varriale, 2020). Outros questionam a contribuição da divulgação de relatórios na transformação das corporações (Adams & McNicholas, 2007). Pereira et al. (2020) identificaram que apesar de existir uma relação positiva entre Responsabilidade Social Corporativa e Performance Financeira em ambas as direções de causalidade, a divulgação dos relatórios de sustentabilidade não modera a relação entre essas variáveis.

Da mesma forma, pesquisas sobre o efeito de notícias relacionadas à ESG apresentam resultados contraditórios. Enquanto a pesquisa de Serafeim e Yon (2022) identificou que o mercado reage mais às notícias positivas sobre ESG, outros estudos identificaram um maior efeito das notícias negativas (Capelle-Blancard & Petit, 2019; Ketola, 2022). Há ainda pesquisas que mostram que tanto notícias positivas quanto notícias negativas sobre ESG podem influenciar o mercado (Zanatto; Catalao-Lopes; Pina & Carrilho-Nunes, 2023; Chen & Yang, 2020). Esses estudos foram realizados em países europeus, asiáticos e nos Estados Unidos, não tendo sido identificadas pesquisas no contexto brasileiro.

Com base nos estudos anteriores, nesta pesquisa pressupõe-se que a divulgação de notícias sobre ESG provoca um efeito no retorno das ações das empresas listadas no ISE. Ressalta-se que as empresas que compõe o ISE são aquelas que têm melhores práticas ESG e se preocupam com o desempenho corporativo (Gabriel & Feil, 2019). Ainda assim, essas empresas também podem eventualmente incorrer em práticas irresponsáveis gerando notícias negativas na mídia. Dessa forma, necessário se faz compreender se os retornos das ações dessas empresas são afetados pelo seu comportamento irresponsável e recompensadas pelo seu comportamento responsável. Neste cenário, o problema de pesquisa que norteia este estudo é:

Qual o efeito das notícias relacionadas a ESG no retorno das ações das empresas listadas no ISE?

1.2 Objetivos

Objetivo Geral:

A contextualização anterior mostra que as práticas de ESG e sua divulgação assumem importância perante investidores e sociedade, podendo impactar os negócios corporativos. Nesse sentido, o objetivo dessa pesquisa é analisar o efeito das notícias relacionadas à ESG no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

Objetivos Específicos:

- a - Identificar notícias sobre as empresas listadas no ISE que sejam relacionadas a ESG.
- b - Classificar as notícias de acordo com o tom positivo ou negativo.
- c - Analisar o efeito das notícias sobre ambiente no retorno das ações.
- d - Analisar o efeito das notícias sobre governança no retorno das ações.
- e - Analisar o efeito das notícias sobre aspectos sociais no retorno das ações.

1.3 Justificativa

Visando atender os pactos globais para práticas de governança ambiental e social sustentáveis e obter melhores resultados financeiros para os investidores, as empresas de capital aberto vêm desenvolvendo ações no sentido de promover a sustentabilidade em seus negócios (Barkemeyer; Preuss & Lee, 2015; Daugaard, 2020; B3, 2022). As empresas também estão investindo cada vez mais recursos para comunicar melhor suas práticas ESG, tornando relevante compreender como as informações sobre ESG fluem para o mercado e como os investidores reagem a essas informações (Serafeim & Yoon, 2022).

Com um grande fluxo de notícias relacionadas a ESG publicadas diariamente para diversas empresas, os meios de comunicação desempenham um papel essencial nesse contexto, já que as notícias formam as expectativas e opiniões dos investidores (Ketola, 2022; Serafeim e Yoon, 2022). Nesse sentido, pesquisas recentes investigaram os efeitos da divulgação de notícias relacionadas à ESG no preço das ações em diferentes países, tendo encontrado resultados divergentes sobre os impactos de notícias positivas e negativas (Capelle-Blancard & Petit, 2019; Ketola, 2022; Serafeim & Yoon, 2022).

Vicentiis (2023) constatou que a regionalidade geográfica interfere na interpretação das notícias ESG. O estudo mostrou que enquanto na Europa as más notícias influenciam mais do que as boas notícias e impactam de forma negativa os preços das ações, nos Estados Unidos as

boas notícias importam mais do que as más notícias. Já na área Ásia-Pacífico, as notícias ESG não produzem efeitos significativos (Vicentiis, 2023).

Assim, em termos teóricos, este estudo expande a literatura, contribuindo para a compreensão sobre os efeitos que as notícias sobre ESG divulgadas nas mídias jornalísticas provocam no retorno das ações no cenário brasileiro. Nos âmbitos econômico e prático, essa pesquisa contribui para empresas e reguladores, ao identificar como o mercado reage a essas notícias. Ao identificar à que tipo de notícias o mercado está mais atento, os resultados da pesquisa podem contribuir para a tomada de decisão das empresas.

Conforme apontam Redecker e Trindade (2021), as ações em ESG podem trazer benefícios para as relações trabalhistas e para o meio ambiente. “Um dos exemplos dessa prática dá-se por meio do amparo aos direitos do trabalhador envolvido com a produção, bem como o reconhecimento dos valores desse trabalhador por meio de investimentos intelectuais e culturais” (Redecker & Trindade, 2021, p. 87). Assim, no âmbito social, os resultados desse estudo podem incentivar a adoção de práticas em ESG pelas organizações, contribuindo para a sociedade de forma prática. Considerando os resultados da pesquisa, as empresas podem, por exemplo, ampliar suas práticas sociais e ambientais, seja tratando os resíduos e cuidando da poluição de seus agentes químicos, investindo em energia limpa e/ou aderindo a programas de diversidade e de incentivos e benefícios para seus funcionários.

A Figura 1 com o mapa de interesse sobre o termo ESG por sub-região mostra que Minas Gerais está entre os cinco estados brasileiros onde a popularidade do termo é maior.

Figura 1 Interesse pelo termo ESG por estado.



Nota: Pesquisa pelo termo ESG no Brasil nos últimos cinco anos. O valor 100 representa o pico de popularidade entre esses termos, no período estudado.

Fonte: Google Trends, ESG - Interesse por sub-região. Acessado em 07 jun. 2023.

A grande popularidade do termo ESG em Minas Gerais sugere que a população mineira, incluindo investidores, pode estar atenta à adoção de práticas ESG pelas empresas. Assim, no âmbito regional, os resultados desta pesquisa podem contribuir para as empresas das regiões onde a UFU exerce maior influência (Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba), pois considerando os possíveis efeitos da divulgação de notícias relacionadas à ESG, inclusive em mídias locais, estas empresas podem tomar decisões que levem a um melhor desempenho financeiro-econômico, além de beneficiar a comunidade e seus *stakeholders* internos e externos.

Por fim, ressalta-se que essa pesquisa está em linha com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) instituídos pelas Organizações das Nações Unidas (ONU) como parte da Agenda 2030 (Castro Filho, 2018). A pesquisa pode, por exemplo, contribuir para o ODS 17, que tem por objetivo, “fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável” (Nações Unidas Brasil, 2015, Agenda 2030, p. 19).

1.4 Estrutura da Dissertação

Além desse capítulo de Introdução, esta dissertação conta com mais 4 capítulos que estão organizados da seguinte maneira: No capítulo II são apresentados os fatores e aspectos ESG, a teoria da Hipótese de Eficiência de Mercado que embasa este trabalho, as evidências empíricas anteriores e a definição das Hipóteses. No capítulo III são descritos os aspectos metodológicos explicitando os procedimentos adotados para a coleta e análise de dados, o período analisado e a amostra utilizada. No capítulo IV são apresentados os resultados e discussão na qual são comparados os resultados obtidos com estudos anteriores e referenciais teóricos adotados. No capítulo V tem-se as considerações finais com as contribuições da pesquisa e sugestão de pesquisas futuras.

CAPÍTULO 2 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 ESG - *Environmental, Social, and Governance*

A integração das questões ambientais, sociais, políticas e econômicas foi possível a partir da forma com que estas dimensões foram tratadas nas conferências de Estocolmo (Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente Humano, 1972), do Rio de Janeiro - Eco/92 (Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, 1992) e de Joanesburgo (Cúpula Mundial sobre Desenvolvimento Sustentável, 2002) (Lago, 2013).

Um dos destaques da Eco/92 é a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudanças Climáticas (Braz, 2003). Com a adesão de 154 Estados e da Comunidade Europeia, a Convenção-Quadro apresentou a proposta de realização de conferências continuadas sobre o clima, a fim de monitorar os resultados para a redução de gases de efeito estufa (Braz, 2003). A Convenção-Quadro cuidou de vários aspectos relevantes para a redução das emissões de todos os tipos de gases promotores do efeito estufa, tanto pelas indústrias quanto pelos veículos automotores (Braz, 2003). Além disso, a Convenção-Quadro estipulou normas de preservação e conservação de mares e florestas (Braz, 2003). Porém, foi em 1997, com a assinatura do protocolo de Quioto que os países signatários se comprometeram de forma mais específica com as normas e parâmetros estabelecidos pela Convenção-Quadro (Braz, 2003).

De acordo com Lago (2013), a pressão das comunidades científicas e de organizações não governamentais, além da própria sociedade permitiu um maior engajamento dos governos e líderes corporativos para tratamento das questões ambientais. Ainda, segundo o autor, “a Conferência do Rio consagrou o conceito de desenvolvimento sustentável” e contribuiu para conscientização de que os países desenvolvidos tinham uma responsabilidade maior quanto aos danos ambientais provocados (Lago, 2013, p. 14).

Por tamanha diversidade de biomas, pelas riquezas naturais, pela dimensão e pelos aspectos econômicos e sociais, o Brasil teve papel relevante nos debates ocorridos (Lago, 2013). Devido às suas articulações o Brasil fez prevalecer-se como detentor dos recursos naturais e continua se envolvendo na resolução de questões de responsabilidade social e ambiental (Lago, 2013).

Em 2004, o documento *Who Cares Wins* criado pelo Pacto Global da ONU em conjunto com o Banco Mundial provocou uma reflexão, sobre formas de integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais (Pacto Global, 2022). E foi assim que nasceu o conceito ESG. A sigla ESG inspira as empresas a adotarem medidas que causem

impactos positivos no meio ambiente, na sociedade e na governança corporativa (Pacto Global, 2022). O Pacto Global e os objetivos sustentáveis integrantes da proposta estabelecida pela ONU defendem a participação e integração de estratégias e políticas sociais e ambientais pelas organizações públicas e privadas para mitigar a degradação ambiental e fortalecer a sustentabilidade em todos os seus aspectos (Naciti, 2019).

A gestão de aspectos ESG, além de promover a perpetuidade nos negócios demonstra a capacidade de atendimento à legislação aplicáveis à corporação, a responsabilidade com os *stakeholders* e a ética estabelecida em suas relações (Jan et al., 2021; Pereira; Stocker; Mascena & Boaventura, 2020). A Governança Corporativa, portanto, tem um papel crucial no desenvolvimento e aplicação de estratégias sustentáveis e a divulgação de informações é uma forma de legitimar as práticas organizacionais (Pereira et al., 2020). A Governança Corporativa promove o alinhamento de interesses das várias partes que constituem o arcabouço para fortalecimento de seu sucesso no longo prazo (Jan et al., 2021; Ludwig & Sassen, 2022). Nestes aspectos as avaliações usuais de mercado passam a incorporar as atribuições de ESG (Belinky, 2021).

Na literatura sobre as práticas sustentáveis corporativas percebe-se diversos estudos focados em governança corporativa e responsabilidade social e ambiental (Huang & Ye, 2021; Lopez; Rangel & Fernández, 2022). Acadêmicos e gestores preocupam-se em identificar o impacto que a responsabilidade social e ambiental traz para os negócios (Lopez et al., 2022).

Acredita-se que o poder dos gestores corporativos, juntamente com os proprietários e os conselhos de administração interagindo entre si, consigam uma maior influência nas decisões para inovação ambiental (Shui; Zhang; Smart & Ye, 2022). No entanto, os gestores devem possuir conhecimento em planejamento e desenvolvimento e/ou bagagem em inovação ambiental (Shui et al., 2022). Shui et al. (2022) analisaram soluções para uma alta inovação ambiental. Os autores sugerem que o poder especializado dos gestores combinado com a governança corporativa produz maior efeito para uma inovação ambiental mais robusta (Shui et al., 2022). A visão da agência e a visão da dependência dos recursos, segundo Shui et al. (2022) também podem elucidar a inovação ambiental em determinadas situações.

A literatura mostra que a governança corporativa quando bem estruturada e com decisões promotoras de desenvolvimento sustentável possui melhores condições para enfrentar desafios e suprir as aspirações de seus investidores, de seus funcionários e da sociedade como um todo (Rosati, & Faria, 2019).

2.2 Hipótese de Eficiência de Mercado

Fama (1970) postula que o mercado deve refletir os preços de forma a orientar a alocação dos recursos, para que a empresa possa escolher a melhor aplicação dos recursos disponíveis na produção e o investidor possa escolher a melhor opção para investimento em títulos. O pressuposto é de que os títulos espelhem com eficiência as informações disponíveis (Fama, 1970).

Testes da hipótese de eficiência fraca com base nos preços históricos e semiforte, na qual são consideradas outras informações acessíveis ao público, foram aplicados por Fama (1970). O intuito foi verificar se na análise do teste semiforte havia a aplicabilidade da Hipótese de eficiência de mercado. A conclusão foi de que o modelo de eficiência de mercado teve êxito, apesar de algumas restrições (Fama, 1970).

Estudos sobre a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) e retornos de longo prazo sobre eventos informacionais sugerem que as anomalias aparentes são fatores provocados por respostas tanto em excesso quanto pela inação do mercado (Fama, 1998). Dessa forma, os estudos de eventos no curto prazo se caracterizam por apresentarem as possíveis interferências causadas pelas informações divulgadas no mercado e conseqüentemente as eventuais respostas a esses eventos, que poderão se prolongar nos retornos esperados no longo prazo (Fama, 1998).

Para Fama (1998) o espaço temporal entre o evento e a resposta não produzirá efeito importante nos preços das ações no curto prazo, mas que pode haver um ajuste de preços no longo prazo. Eventos de crise contemporâneos são relevantes para testar a HEM (Fama, 1970).

Gaio et al., (2022) investigaram a repercussão do conflito Rússia-Ucrânia na eficiência do mercado de ações de seis países desenvolvidos. A eficiência do mercado foi analisada pela estrutura multifractal da série de retornos em quatro períodos distintos. Os resultados mostram alterações diversas nos retornos do índice em períodos de crise. Houve rejeição da hipótese de eficiência de mercado e indicação da previsibilidade dos preços dos ativos na existência de crise financeira global. Entretanto, Hkiri et al. (2021, p. 2) alegam que “de acordo com a hipótese do mercado eficiente, o mercado de ações reage de forma imediata e justa a qualquer tipo de informação”.

O mercado de ações é de fundamental importância para a economia, pois pode interferir em seus níveis e abalar os diversos setores (Okorie & Lin, 2021). A eficiência do mercado informativo durante um impacto mundial é considerável, pois apresenta a negociação e a reação dos investidores do mercado de petróleo diante dos resultados de lucratividade, dada a disposição ineficiente do mercado (Okorie & Lin, 2021).

Nesta dissertação, considerando a HEM deu-se ênfase apenas a eficiência de informações semiforte, ou seja, quando os preços atuais das ações abrangem todas as informações relacionadas a ESG disponíveis publicamente (Bernardo; Ruberti & Verona, 2019). Segundo Fama (1998) para a eficiência de mercado semiforte não deve haver nenhum retorno anormal baseado nas divulgações de notícias.

Porém, M'ng et al. (2020) mostram que existem retornos anormais oriundos de anúncios de títulos corporativos, o que, nesses casos, contradiz a HEM. Já o estudo de Stoian e Iorgulescu (2020) identificou que as informações defasadas na política monetária não são plenamente inseridas nos preços correntes das ações, o que contraria a hipótese de eficiência semiforte do mercado de ações romeno no longo prazo.

Nas últimas décadas os estudos de eventos têm tido uma expansão “porque eles chegam mais perto de permitir uma ruptura entre a eficiência do mercado e o equilíbrio” (Fama, 1991, p. 1577). Além disso, “em questões de preços, os estudos de eventos fornecem a evidência mais direta sobre a eficiência” (Fama, 1991, p. 1577). A HEM avalia o comportamento dos preços de ações ante as informações, por meio da aplicabilidade de modelos (Modelo de Mercado, por exemplo) (Hkiri; Béjaoui; Gharib & AlNemer, 2021). O estudo de eventos, por sua vez, captura os impactos das informações emergentes sobre os retornos de ações no mercado (Rai & Pandey, 2022).

2.3 Evidências empíricas anteriores

Considerando os estudos que versam e envolvem a governança corporativa em seus amplos aspectos, percebe-se que as corporações vêm desenvolvendo práticas de governança ambiental e social sustentáveis visando a obtenção de melhores resultados financeiros para os investidores (Barkemeyer et al., 2015; Daugaard, 2020; Pereira et al., 2020; Rezende; Nunes & Portela, 2008).

Em um estudo sobre as organizações brasileiras de capital aberto, Melo et al. (2013) afirmam que a governança corporativa possui um papel crucial para o desempenho empresarial. Por outro lado, Bassen e Kovács (2008) dizem que apesar do empenho corporativo e acadêmico no tratamento de práticas social e ambientalmente responsáveis, não foi possível relacionar causa e efeito entre boas práticas de governança, ESG e o desempenho financeiro.

Jo e Na (2012) argumentam que as empresas com práticas em ESG podem diminuir a possibilidade de dificuldades financeiras, que possam influenciar seus fluxos de caixa de forma negativa e proteger seu desempenho financeiro. Lopez et al. (2022) mostraram que estratégias

focadas em responsabilidade social são diretamente proporcionais ao aumento do preço da ação das empresas espanholas no período de 2011 a 2019.

Rehman et al. (2021) investigaram a agregação de índices ESG com índices convencionais no Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS) individualmente e em todos os países do BRICS para entender melhor a colaboração econômica regional. Para tanto, os autores analisaram os retornos diários entre julho de 2013 a fevereiro de 2018 para os índices ESG da *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) e índices compostos MSCI dos respectivos países. Os resultados sugerem que há integração de todos os índices de práticas ESG e índices convencionais em todos os países do BRICS (Rehman et al., 2021).

Tendo por objetivo um estudo sobre a mediação entre Responsabilidade Social Corporativa (RSC), governança e desempenho corporativo, Xu et al. (2022) compararam uma amostra de 500 empresas com composição familiar com empresas não familiares. Utilizando informações provenientes do Top 500 Global Family Business Index de 30 países no período de 2009 a 2018, dados contábeis de mercados de câmbio globais e dados de RSC da Morningstar, os autores identificaram um efeito mediador parcial de RSC e governança corporativa nas empresas não familiares, não tendo sido identificado o efeito mediador nas empresas não familiares (Xu; Graves; Shan & Yang, 2022).

Al-Hakimi et al. (2022) investigaram o impacto das boas práticas de fabricação no desempenho sustentável das pequenas e médias empresas (PMEs) da Arábia Saudita. Nesta pesquisa foi utilizada uma abordagem quantitativa considerando algumas regiões específicas da Arábia Saudita, tendo sido excluídas da amostra as empresas micro indústrias por impactarem de forma menos significativa o meio ambiente (Al-Hakimi; Al-Swidi; Gelaidan & Mohammed, 2022). Foi identificado que o efeito mediador de inovação verde e da cultura organizacional sustentável promove a responsabilidade social nas boas práticas de governança (Al-Hakimi et al., 2022).

Cheng et al. (2014) analisaram empresas de 49 países, inclusive o Brasil com 46 empresas, para verificar se os investimentos em RSC produzem efeitos no acesso a financiamentos por parte das empresas. Constataram, por meio de dados em painel não balanceado, que as empresas promotoras de ações RSC possuem acesso mais amplo a financiamentos do que as outras empresas (Cheng; Ioannou & Serafeim, 2014).

Canela e Marietto (2018) analisaram o impacto dos gastos em ESG no custo de capital próprio das empresas brasileiras. Utilizando o ISE como proxy e análise de regressão, chegaram à conclusão de que os investimentos em ESG refletem minimamente na redução do custo de capital próprio nas empresas com práticas de ESG. Rezende et al. (2008) verificaram, por meio

de testes estatísticos, que a carteira que compõe o ISE não é significativa na melhoria do retorno esperado em relação a outras carteiras da B3.

Sevirino e Tardin (2021) investigaram se as empresas com atividades de responsabilidade social com baixa divulgação GRI vêm as questões de agressividade fiscal como relevante nas pautas de RSC. Obtiveram como resultado, que diferentemente do cenário internacional, estas empresas estão mais atentas aos fatores de corrupção, danos ambientais e desrespeito aos direitos humanos do que com a agressividade fiscal (Sevirino & Tardin, 2021).

Gabriel e Feil (2019) analisaram a relação entre os investimentos ambientais, sociais e econômicos das corporações integrantes no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BMFBovespa de 2016. A análise dos dados, mediante testes estatísticos apontam um desempenho ambiental melhor nos setores de combustível, alimentício e de extração de recursos naturais. No desempenho social, os setores de transportes e de energia elétrica se sobressaíram; e, na dimensão econômica, as organizações do setor financeiro tiveram uma melhor performance.

Rudkin e Cai (2023) estudaram os efeitos da inclusão do Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade (*DJSI*) e concluíram que em *DJSI Additions* os retornos anormais positivos com aumento da persistência ao longo do tempo são a prevalência. Em *DJSI Deletions* mostram retornos anormais positivos, com redução da amplitude ao longo do tempo (Rudkin & Cai, 2023). Além disso, as empresas não pertencentes ao S&P 500 têm efeitos de inclusão mais fortes, considerando o conteúdo da informação (Rudkin & Cai, 2023).

Ghouma e Hewitt (2019) verificaram se as empresas controversas (*sin stocks*) utilizam ou não atividades de lobby em seus negócios e como esta estratégia afetaria seu desempenho financeiro. Empresas controversas são aquelas consideradas prejudiciais ao meio ambiente e à sociedade ou afetas à ética (Ghouma & Hewitt, 2019). São as empresas questionáveis com atividades envolvidas na produção de petróleo, do tabaco, de armas, de energia nuclear e outras atividades afins (Ghouma & Hewitt, 2019). O resultado obtido aponta que as empresas do pecado investem mais em atividades de lobby e que essa estratégia facilitam a obtenção de maiores retornos de mercado (Ghouma & Hewitt, 2019). Estas empresas não dependem de ações em RSC para melhorar sua reputação e seu desempenho, já que suas atividades contrariam as práticas de RSC (Ghouma & Hewitt, 2019). Por isso, elas investem mais em atividades de lobby (Ghouma & Hewitt, 2019).

Garcia et al. (2017) analisaram se o desempenho em RSC de empresas sensíveis é superior ao desempenho das demais empresas. A amostra foi composta pelas empresas integrantes de 5 países, Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (os chamados países

BRICS). Para tanto, aplicaram regressões lineares com um painel de dados usando o banco de dados *Thomson Reuters Eikon*TM e obtiveram como resultado, que as empresas sensíveis possuem um grau maior de desempenho ambiental, que as demais empresas (Garcia; Mendes-Da-Silva & Orsato, 2017).

Analisando a precificação de ativos e as implicações do portfólio, Avramov et al. (2022) identificaram que em equilíbrio o prêmio de mercado aumenta e a demanda por ações diminui sob a incerteza ESG. A incerteza ESG afeta as dimensões social, econômica, além da relação risco-retorno (Avramov; Cheng; Lioui & Tarelli., 2022).

Um fator que interfere no valor de precificação no retorno das ações é o sentimento do investidor com referência às ações de empresas com atividades pecaminosas, tais como, o tabaco, o álcool e jogos de azar (Liston, 2016). Comparando RSC e lobby, as atividades de lobby parecem afetar de forma positiva apenas os retornos das ações de pecado, enquanto as atividades de RSC afetam os retornos de empresas de alta RSC apenas (Ghouma & Hewitt, 2019).

Li, Feng, Pan e Sohail (2022) utilizaram o Teste transversal de características regionais e exploraram o efeito diverso do desempenho ESG nos retornos anormais para empresas de diferentes localizações geográficas. A conclusão deste estudo é de que aspectos relevantes como a pandemia do COVID-19 e a reputação corporativa interferem de forma mais acentuada em regiões de maior impacto (Li et al., 2022).

Outro fator relevante que interfere nas relações corporativas é a corrupção (Riaz; Ray & Ray, 2022). Manifestações de falhas de mercado e instabilidades econômicas em nível mundial demandam maior transparência para resguardar os investidores (Riaz et al., 2022). Nesse sentido, Riaz et al. (2022) demonstram que a ação governamental aliada a procedimentos internacionais de governança corporativa pode inibir comportamentos desleais e atitudes antiéticas. Para tanto, o entrosamento de empresas locais e internacionais se faz necessário. Além disso, a adesão à mecanismos de digitalização e a instituição de políticas regulatórias governamentais contribuem para uma maior transparência corporativa (Riaz et al., 2022).

Desmembrando os termos ESG, Pedersen et al. (2021) analisaram como cada um dos elementos podem ser precificados no mercado. Como uma medida de E (o quão verde uma empresa é), calcularam a intensidade de carbono de cada empresa. Como medida de S, utilizaram o indicador de estoque de pecado (Pedersen; Fitzgibbons & Pomorski, 2021). Como medida de G, calcularam o quanto uma empresa possa ser agressiva em suas decisões para acréscimos nas demonstrações financeiras (Pedersen et al., 2021). Como medida do ESG geral, usaram a pontuação ESG agregada produzida pela *Morgan Stanley Capital International*

(MSCI), uma fornecedora líder de classificações ESG (Pedersen et al., 2021). Os resultados apontam que para os proxies E e ESG em geral, encontraram pouca ou fraca evidência de retornos anormais.

“As empresas menos intensivas em carbono parecem relativamente superadas com base na estimativa pontual, mas esse efeito é significativo apenas no nível de 10% (Pedersen et al., 2021, p. 592). Evidências “pontuais de um prêmio pelo pecado de até 4% ao ano com retornos ponderados pelo valor” foram encontradas (Pedersen et al., 2021, p. 592). Porém, alegam que a estimativa é pequena e insignificante com retornos ponderados iguais (Pedersen et al., 2021).

Nesta mesma linha Luo (2022) também verificou cada termo de ESG em separado, porém com conceituação diferente. O E para emissões e uso de recursos; para S direitos humanos e responsabilidade social e para o G a responsabilidade com o investidor (Luo, 2022). O resultado obtido mostra que as estratégias para cada termo são relevantes para os retornos das ações (Luo, 2022). Porém, as empresas com menor índice ESG possuem retornos maiores. Além disso, sugerem que ESG está associado à liquidez das ações (Luo, 2022).

Egorova; Grishunin, & Karminsky (2022) desmembraram os termos ESG para indústrias de Tecnologia da Informação (TI), comparando-os com outras indústrias, para verificar o desempenho financeiro. O resultado aponta, que as práticas de sustentabilidade ambientais e sociais são mais fracas nas indústrias de TI (Egorova et al., 2022).

No aspecto ambiental os estudos abordam tópicos relacionados à redução de emissões (Ritchie & Dowlatabadi, 2014), preservação ambiental (Redecker & Trindade, 2021), desenvolvimento e investimento em energias renováveis (Klepacki; Kusto; Bórawski; Beldycka-Bórawska; Michalski; Perkowska & Rokicki, 2021), além do uso responsável dos recursos naturais (Knizhnikov; Shvarts; Ametistova; Pakhalov; Rozhkova & Yudaeva, 2021).

Analisando se existem diferenças relevantes nos níveis de responsabilidade ambiental em diferentes tipos de empresas de mineração, quanto ao capital próprio e capital estrangeiro, bem como, quanto às empresas estatais russas e as empresas privadas, Knizhnikov et al. (2021) concluíram que empresas com presença na bolsa de valores possuem mais transparência nas informações ambientais. Porém, a listagem em bolsas internacionais não assegura a mesma transparência ambiental (Knizhnikov et al., 2021).

Hartzmark e Sussman (2019) analisaram se os investimentos em sustentabilidade refletem as preferências dos investidores do mercado de fundos mútuos dos EUA. Os resultados indicaram que, de modo geral, “os investidores valorizam a sustentabilidade” (Hartzmark & Sussman, 2019, p. 2789), sendo que os fundos categorizados como “de baixa sustentabilidade tiveram saídas líquidas de mais de US\$ 12 bilhões, enquanto os fundos classificados como de

alta sustentabilidade tiveram entradas líquidas de mais de US\$ 24 bilhões” (Hartzmark & Sussman, 2019, p. 2789).

Klepacki et al. (2021) investigaram os determinantes de investimentos em energias renováveis em áreas rurais e próprias do governo polonês. Devido à alta dependência da Polônia de hulha e de carvão castanho o nível de investimento em fontes renováveis de energia é baixo e o processo de mudança é lento (Klepacki et al., 2021).

Os investimentos crescentes em energias renováveis e cogeração na produção de energia no Brasil têm sido importantes para fomentar a produção das indústrias, bem como na ampliação das produções fotovoltaicas e eólicas (Lima; Mendes; Mothé; Linhares; Castro; Silva & Sthel, 2020). Estes investimentos, por parte dos órgãos governamentais e de empresas privadas, possuem interesses na proteção dos efeitos climáticos e na redução das emissões de gases de efeito estufa (GEE) (Lima et al., 2020). Outra forma utilizada para minorar os impactos climáticos no Brasil é a utilização de biocombustíveis (Lima et al., 2020).

Quanto à redução de emissões de dióxido de carbono (CO₂), por meio da utilização de biocombustíveis nos transportes rodoviários, Bartholomeu et al. (2016), alegam, que apesar de ser uma fonte, que minoriza os efeitos climáticos, por si só não é suficiente. Aliado ao uso do bicombustível seria necessário a adoção de investimentos na redução de consumo de combustíveis pelas frotas (Bartholomeu; Péra & Caixeta-Filho., 2016).

Com referência ao clima, emissão de carbono e investimentos em ESG, Daugaard (2020), por meio de uma revisão literária alega que a literatura apresenta opiniões divergentes sobre o efeito de investimentos em ESG com vistas a redução na emissão de carbono. A perspectiva de curto e longo prazo no mercado de ações pode interferir na propensão para investimentos que visem a redução na emissão de carbono (Ritchie & Dowlatabadi, 2014).

Analisando aspectos de governança corporativa na redução de carbono em uma amostra global de organizações no período de 2002 a 2019, Shahab et al. (2022) apresentam resultados nos quais o tamanho do conselho proporciona alteração positiva na quantidade de resíduos. Já, a diversidade de gênero no conselho proporciona uma diminuição na geração de resíduos (Shahab et al., 2022). Nessa mesma linha de estudos Ludwig e Sassen (2022) chegaram a conclusões parecidas ao analisarem 56 artigos sobre diversas formas internas de governança corporativa. Segundo os autores o conselho deve ter um tamanho razoável, com independência e diversidade e ainda que os Chief Executive Officers (CEOs) devem receber incentivos para estimular a sustentabilidade corporativa (Ludwig & Sassen, 2022).

Pesquisas também tem investigado os efeitos de notícias e de divulgação de práticas ESG pelas organizações. No entanto, pesquisas sobre o efeito de notícias relacionadas à ESG

apresentam resultados contraditórios. Serafeim e Yon (2022) apontam que notícias sobre ESG podem ter um grande impacto nas organizações já que cada vez mais investidores estão utilizando informações ESG em suas decisões de investimentos. Serafeim e Yoon (2022) examinaram se, e de que forma, os investidores reagem a notícias sobre ESG e concluíram que os investidores são seletos em suas reações quanto às notícias ESG dando mais atenção às notícias positivas, imprevisíveis e que são consideradas como financeiramente relevantes para um determinado setor.

Os resultados do estudo de Capelle-Blancard e Petit (2019) mostram que, em média, notícias negativas provocam uma queda no valor de mercado das empresas, enquanto notícias positivas têm efeito pouco significativo no valor de mercado das empresas. Ketola (2022) encontrou evidências de assimetria entre os efeitos das notícias ESG positivas e negativas nos países nórdicos. O estudo identificou que o valor da empresa não é afetado pelas notícias positivas e que as notícias ambientais e sociais negativas possuem efeito negativo maior do que as notícias negativas sobre governança (Ketola, 2022).

Akhtaruzzaman et al. (2022), analisaram como as divulgações na mídia sobre o COVID-19 afetaram os índices de líderes em ESG concluindo que o país mais afetado foi Estados Unidos. Os autores sugerem que as corporações compreendam o papel da mídia na transmissão de eventos pandêmicos, na disseminação de notícias, para desenvolvimento de estratégias a fim de proteger ativos financeiros (Akhtaruzzaman; Boubaker & Umar, 2022).

Lillo et al. (2015) investigaram o efeito que as notícias promovem nas negociações de investidores individuais em ações de alta liquidez da empresa Nokia de 2003 a 2008, analisando os fatores internos e externos influenciadores do comportamento do investidor. Foram analisados “três conjuntos de variáveis, um contendo variáveis que descrevem a ação de negociação dos investidores, um que descreve a dinâmica dos preços e um que descreve o feed de notícias” (Lillo; Micciché; Tumminello; Piilo & Mantegna, 2015, p. 216). Os autores quantificaram o sentimento por meio de uma proxy considerando o total de palavras positivas e negativas na manchete. Por meio da análise de regressão linear foi concluído que a volatilidade e a atividade de negociações perante as notícias são correlatas. Porém, a dependência da volatilidade é mais acentuada para instituições financeiras e corporações do que para investidores individuais (Lillo et al., 2015).

Filbeck et al. (2022) verificaram que as empresas que praticam a filantropia em momentos de crise humanitária, neste caso específico o COVID-19, obtiveram ARs positivos significativos na janela de eventos (Filbeck et al., 2022). Considerando o período de janeiro a agosto de 2020 e uma amostra obtida no banco de artigos da ABI/Inform coletaram

manualmente as notícias sobre doações alusivas ao COVID-19 para o estudo de eventos (Filbeck et al., 2022). O estudo contemplou quatro janelas de eventos diferentes em torno da data do evento, ou seja, (-5, -2), (-1, 0), (1, 5) e (-5, +5). No entanto, a janela de eventos que evidenciou retornos cumulativos significativos foi a janela de evento (-5, +5). Os resultados sugerem que as empresas com práticas de doações podem oferecer maiores lucros aos investidores (Filbeck et al., 2022).

Yu et al. (2023) examinaram se o sentimento ESG afeta a performance da empresa e a ameaça de queda de preço das ações no mercado de capital chinês. Segundo os autores, a empresa que se empenha em aspectos ESG tem melhor êxito se tiver o olhar da mídia. Utilizando-se de testes de robustez e de testes de heterogeneidade transversal Yu et al. (2023) constataram, que o sentimento embasado em ESG reduz o risco de diminuição de preço das ações, principalmente para as empresas estatais ou para as empresas que anunciam de forma voluntária. Além disso, testes de mecanismos detectaram, que haverá menor risco de queda de preço das ações, quanto menores os acontecimentos negativos (Yu; Liang; Liu & Wang, 2023).

Naumer e Yurtoglu (2022) avaliaram o impacto das notícias ESG nos custos de financiamento para empresas europeias e americanas de 2006 a 2016. O estudo identificou que o volume e o tom positivo ou negativo de notícias relacionadas a ESG são relevantes para os custos de refinanciamento das empresas. Qiu et al. (2016) não encontraram aspectos que relacionem a divulgação sobre ESG e a rentabilidade, mas identificaram que há um efeito positivo na valorização de mercado das empresas do Reino Unido com alto índice de divulgação. Segundo Carretta et al., (2011), o teor (positivo ou negativo) e o tom (fraco ou forte) das notícias divulgadas sobre Governança provocam efeito na decisão do investidor.

Colombo e Galli (2010) concluíram que após a divulgação de notícia de migração para o Índice de Governança Corporativa (IGC) da B3, apresentou-se uma relação significativa e positiva a 5% no retorno anormal das ações.

Segundo Sahut e Pasquini-Descomps (2015), cada uma das categorias de pontuações ESG (ambiental, social ou governança), tem efeitos gerais positivos na contabilidade e desempenho, entretanto o fator mais estudado e que já existe um consenso a respeito dos efeitos positivos é o fator Governança. Ainda, segundo os autores o efeito das notícias sobre cada um dos fatores pode variar conforme o período e o contexto. Com relação ao fator Social, pode-se entender que notícias positivas que beneficiam os trabalhadores são vistas de forma negativa nos mercados em período de crise (Sahut & Pasquini-Descomps, 2015). Ou ainda, que notícias negativas para o trabalhador, como demissões, são fatores positivos indicando que a empresa esteja em processo de reestruturação (Sahut & Pasquini-Descomps, 2015).

Os resultados da pesquisa de Zanatto et al. (2023) mostram fora de períodos de crise o conteúdo da divulgação (positivo ou negativo) das notícias e o montante de divulgação afetam a volatilidade. No entanto, durante os períodos de crises, nem o montante nem a divulgação de conteúdo de notícias ESG são importantes.

Usando os índices do Morgan Stanley Capital International (MSCI) como proxies para ativos de teste ESG, Sabbaghi (2022, p. 1), “analisou o risco de volatilidade para as empresas com classificação ESG mais alta para avaliar como boas e más notícias influenciam o risco destas empresas”. A conclusão é de que o impacto das notícias negativas sobre a volatilidade das empresas ESG é maior, em comparação com notícias positivas. Além disso, as empresas de menor porte sofrem menos influência de notícias ESG do que as empresas de maior porte (Sabbaghi, 2022). Derrien; Krueger; Landier & Yao (2021) identificam que as notícias ESG negativas afetam as previsões dos analistas mais fortemente do que outros tipos de notícias corporativas negativas.

Por meio da aplicação de uma estratégia de impulso ESG em Taiwan para investigar o desempenho de curto e longo prazo de tal estratégia, Chen e Yang (2020) identificaram que há um exagero por parte dos investidores em informações de ESG e reações positivas às boas notícias e negativas às más notícias. “Além disso, as informações proporcionam lucros substanciais no curto prazo com reversão no longo prazo” (Chen & Yang, 2020, p. 1).

Santi (2023) analisou o período de janeiro de 2010 a setembro de 2019, de 12.364 usuários do *Stock Twits* que postaram seus comentários e suas experiências. A amostra foi composta por 43.445 posts e os índices *Media Climate Change Concerns* (sobre impactos de alterações climáticas), MCCC agregado e os índices MCCC das notícias sobre os temas ESG, bem como o índice *Engle, Giglio, Kelly, Lee e Stroebe* (*EGKLS*) referente à parcela negativa das notícias climáticas foram utilizados no estudo (Santi, 2023). Os dados financeiros foram coletados por meio do *Refinitiv Eikon Datastream*. Fizeram parte do estudo as ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York e a Nasdaq (Santi, 2023). O estudo constatou que notícias sobre alterações climáticas afetam mais os preços das ações de empresas emissoras de carbono do que das empresas com menor emissão de carbono, quando há uma interação social mais positiva entre os investidores de varejo.

Nessa linha de pesquisa Polat et al. (2023) exploraram conexão das notícias da mídia sobre o COVID-19 e o Índice MSCI de Mudanças Climáticas em cinco grandes regiões durante o surto pandêmico para identificar o papel do MSCI na volatilidade e retorno de ações. Polat et al. (2023) salientam que a volatilidade entre as variáveis é maior no curto prazo (de 1 a 5 dias) do que no longo prazo.

Analisando empresas indianas no período de 2007 a 2016, Chauhan e Kumar (2018) tiveram por objetivo descobrir se os investidores valorizam divulgações ESG de empresas de mercados emergentes. Utilizando-se de um banco de dados sobre a economia indiana, da pontuação da proprietária Bloomberg, do modelo de precificação *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), além de outras variáveis e medidas de controle tiveram como resultado, que os investidores valorizam a divulgação de informações ESG (Chauhan & Kumar, 2018).

Larsen e Thorsrud (2019) alegam que as notícias provocam mudanças nas expectativas para os negócios, independentemente das alterações econômicas. Por meio de reportagens de um jornal de negócios norueguês investigaram seu impacto na previsão e explicação das alterações econômicas (Larsen & Thorsrud, 2019). Vários temas têm poder preditivo para as principais variáveis econômicas, inclusive preços de ativos. (Larsen & Thorsrud, 2019). Inovações disruptivas em um índice agregado de notícias, geram constância nas alterações econômicas nos mercados financeiros, em crédito e empréstimos (Larsen & Thorsrud, 2019). Inovações nos preços dos ativos relacionados a notícias ruidosas têm efeitos positivos apenas temporários (Larsen & Thorsrud, 2019).

Long et al. (2022) utilizaram um programa para rastrear as notícias diárias de ações individuais e as notícias correlatas da subindústria e da indústria no site da *Sina Finance*. “O conteúdo de rastreamento inclui o tempo de lançamento de notícias, título e texto, e um total de mais de 18.000 notícias de ações individuais, notícias recentes de 10.000 subsetores e mais de 34.000 notícias do setor” (Long; Tian; Mao & An, 2022, p. 417-418). O objetivo foi verificar a propensão de preços de ações no mercado chinês. A conclusão é de que as notícias exercem influência na previsão de preços de ações (Long et al., 2022).

Analisando o efeito de notícias de corrupção sobre o retorno das ações Dias e Malaquias (2021) identificaram uma redução no retorno da ação de empresas com probabilidade de envolvimento em corrupção. Este estudo considerou o período de 2012 a 2019, 83 empresas listadas na B3 e um total de 236 reportagens, bem como a janela de eventos (Dias & Malaquias, 2021). O resultado obtido sobre as variações no retorno das ações foi condizente com a HEM.

Pesquisas mostram que visando alcançar benefícios, empresas podem ocultar comportamentos socialmente irresponsáveis, tais como, escândalos, corrupção e outras ocorrências ambientais e sociais negativas (Perks; Farache; Shukla & Berry, 2013; Forte; Silva; Gomes; Soares & Forte, 2020). Como a publicação de eventos negativos pode afetar a imagem corporativa de forma relevante (Li; Haider; Jin & Yuan 2019), os gestores podem omitir as ocorrências negativas e divulgar as informações positivas (Forte et al., 2020). Empresas menos responsáveis podem, inclusive, divulgar informações falsas ou incompletas (Windolph, 2011).

Hkiri et al. (2021) investigaram o impacto de ocorrências políticas no ranking de eficiência dos mercados, bem como, o comportamento dinâmico da eficiência nos mercados de ações emergentes (MENA) no período de 18/03/2005 a 18/03/2016. Os autores analisaram o desempenho da eficiência dos mercados MENA durante o surgimento de eventos políticos tocantes na área MENA. Alguns fatos foram detectados por Hkiri et al. (2021), tais como: a fragilidade dos mercados emergentes, com uma infraestrutura incipiente, com pouca especialização na gestão das carteiras e uma legislação fraca na proteção de acionistas minoritários. Outro destaque é dado quanto a má qualidade das divulgações de informações (Hkiri et al., 2021). De acordo com Hkiri et al. (2021), existe uma maior especulação em mercados emergentes e em alguns destes mercados há um avanço na eficiência de forma fraca.

Capelle-Blancard et al. (2021) fizeram uma revisão da literatura de mais de 100 artigos que utilizaram estudos de eventos. Os autores avaliaram os efeitos dos eventos ambientais no valor de mercado das empresas, buscando identificar o quanto o mercado influencia as políticas ambientais. Foram considerados diversos tipos de eventos tais como notícias ambientais, acidentes industriais e mudanças na regulamentação ambiental. A pesquisa aponta que os eventos ambientais possuem uma aleatoriedade que não permite a previsibilidade financeira de custeio total no planejamento financeiro, o que indica, que ocorrendo um evento ambiental complexo haverá, conseqüentemente, uma diminuição do valor da empresa (Capelle-Blancard; Desrozières & Scholtens, 2021). O público poderá reagir de forma negativa e se afastar dos negócios com a referida empresa afetando o mercado de ações desta e para reequilibrar o valor de mercado, esse pode ser um fator de pressão para que a empresa busque melhorar a sua imagem e reputação junto aos investidores e clientes (Capelle-Blancard et al., 2021).

Segundo Capelle-Blancard et al., (2021), para identificar se um evento tem um impacto significativo no retorno das ações, é preciso testar se os retornos anormais da empresa durante a janela do evento são significativamente diferentes de zero. Assim, de acordo com os autores, “a reação dos investidores a um determinado comunicado de informação (ou seja, uma notícia) pode ser medido comparando o retorno observado durante um determinado período de tempo após o evento com o retorno esperado na ausência de tal evento” (Capelle-Blancard et al., 2021, p. 10). Para se evitar tendências relacionadas a alterações de preços nas ações por outros fatores, é importante que a janela de eventos seja curta em torno da notícia (MacKinlay, 1997).

As janelas curtas de eventos proporcionam a verificação do quanto as informações divulgadas de RSC são aprendidas pelos acionistas e afetam os retornos de ações (Christensen; Hail & Leuz, 2021). Entretanto, em janelas longas os retornos das ações indicam que as informações são consideradas habituais e que os acionistas não dão a devida importância

(Christensen et al., 2021). Holthausen e Watts (2001) salientam que a perenidade dos ganhos com a divulgação de notícias positivas e a transitoriedade das perdas com notícias negativas deve-se ao fato de que as notícias negativas afetam o momento atual.

O foco das pesquisas anteriores é apresentado no quadro 1, enquanto o apêndice A mostra um detalhamento das pesquisas.

Quadro 1 - Foco das pesquisas do Referencial Teórico

Tema	Autores
Ambiental	(Gabriel & Feil, 2019); (Redecker & Trindade, 2021); (Ritchie & Dowlatabadi, 2014); (Klepacki et al., 2021); (Knizhnikov et al., 2021); (Lima et al., 2020); (Bartholomeu et al., 2016); (Daugaard, 2020); (Shahab et al., 2022); (Santi, 2023); (Polat et al., 2023); (Capelle-Blancard et al., 2021)
Social	(Gabriel & Feil, 2019); (Filbeck et al., 2022)
Governança	(Pereira et al., 2020); (Ludwig & Sassen, 2022); (Lopez et al., 2022); Melo et al. (2013); (Bassen & Kovács, 2008); (Carretta et al., 2011); (Al-Hakimi et al., 2022); (Riaz et al., 2022); (Shahab et al., 2022)
ESG	(Rudkin & Cai, 2023); (Pereira et al., 2020); (Bassen & Kovács, 2008); (Jo & Na, 2012); (Rehman et al., 2021); (Canela & Marietto, 2018); (Avramov et al., 2022). (Li et al., 2022); (Pedersen et al., 2021); (Luo, 2022); (Egorova et al., 2022); (Daugaard, 2020); (Serafeim & Yoon, 2022); (Akhtaruzzaman et al., 2022); (Yu et al., 2023); (Yu & Van Luu, 2021); Naumer & Yurtoglu (2022); (Qiu et al., 2016) (Sabbaghi, 2022); (Chen & Yang, 2020); (Forte et al., 2020); (Capelle-Blancard & Petit, 2019); (Ketola, 2022); (Sahut & Pasquini-Descomps, 2015); (Zanatto et al., 2023)
RSC/RSE	(Lopez et al., 2022); (Xu et al., 2022); (Cheng et al., 2014); (Sevirino & Tardin, 2021); (Garcia et al., 2017); (Ghouma & Hewitt, 2019); (Liston, 2016); (Christensen et al., 2021); (Perks et al., 2013); (Li et al., 2019)
Sustentabilidade Empresarial	(Rezende et al., 2008); (Barkemeyer et al., 2015); (Pereira et al., 2020); (Daugaard, 2020); (Hartzmark e Sussman, 2019); (Windolph, 2011)
Divulgação de Notícias / Relatórios	(Serafeim & Yoon, 2022); (Akhtaruzzaman et al., 2022); (Lillo et al., 2015); (Naumer & Yurtoglu, 2022); (Chen & Yang, 2020); (Santi, 2023); (Polat et al., 2023); (Chauhan & Kumar, 2018); (Larsen & Thorsrud, 2019); (Long et al., 2022); (Dias & Malaquias, 2021); (Hkiri et al., 2021); (Christensen et al., 2021); (Holthausen & Watts, 2001); (Capelle-Blancard & Petit, 2019); (Ketola, 2022); (Zanatto et al., 2023); Colombo & Galli (2010)
Estudo de Eventos	(Filbeck et al., 2022); (Dias & Malaquias, 2021); (Capelle-Blancard et al., 2021); (MacKinlay, 1997); (Christensen et al., 2021); (Capelle-Blancard & Petit, 2019)

Fonte: Elaborada pela autora.

2.4 Apresentação das Hipóteses

Visando atingir os objetivos da pesquisa, este estudo contempla seis hipóteses que foram desenvolvidas a partir de pesquisas anteriores.

Segundo a literatura, a reputação de uma empresa é crucial para os investidores (Rosati, & Faria, 2019; Vicentiis et. al, 2023). Assim, a forma das empresas lidarem com questões sobre ESG mostra-se relevante para sua evolução e permanência no mercado (Jan et al., 2021).

Serafeim e Yoon (2022) concluíram que os investidores são seletos em suas reações quanto às notícias ESG, reagindo mais fortemente às notícias positivas e imprevisíveis, enquanto Chen e Yang (2020) identificaram que o mercado reage de forma otimista às boas notícias de empresas com altos níveis de ESG. Filbeck et al. (2022) verificaram que as empresas que praticam a filantropia em momentos de crise humanitária obtiveram retornos anormais positivos significativos na janela de eventos diante da divulgação dessas práticas. Essas pesquisas indicam que o mercado reage de forma positiva às notícias com tom positivo. Assim, têm-se as três primeiras hipóteses:

H_{1A}: As notícias com tom positivo sobre o fator Ambiente têm efeito positivo no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

H_{2A}: As notícias com tom positivo sobre o fator Governança têm efeito positivo no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

H_{3A}: As notícias com tom positivo sobre o fator Social têm efeito positivo no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

Ketola (2022) encontrou evidências de assimetria entre os efeitos das notícias ESG positivas e negativas, sendo que o valor de mercado da empresa é mais afetado pelas notícias negativas. Além disso, o estudo sugere que as notícias ambientais e sociais negativas possuem efeito negativo maior do que as notícias negativas de governança (Ketola, 2022). Ao analisar o efeito de notícias de corrupção sobre o retorno das ações Dias e Malaquias (2021) identificaram uma redução no retorno da ação de empresas com probabilidade de envolvimento em corrupção.

Sabbaghi (2022) concluiu que o impacto das notícias negativas sobre a volatilidade das empresas ESG é maior em comparação com notícias positivas e, de acordo com Li et al., (2019), a publicação de eventos negativos pode afetar a imagem corporativa de forma relevante.

Chen e Yang (2020) identificaram que o mercado reage de forma pessimista às más notícias de empresas com baixos níveis de ESG. Com base nos estudos anteriores, nesse estudo

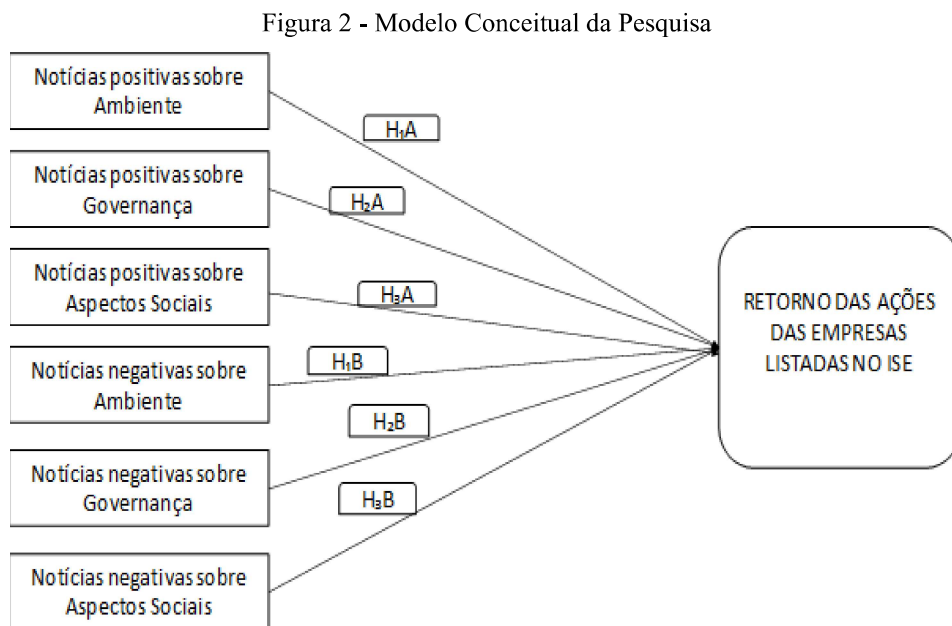
argumenta-se que o mercado pode reagir negativamente às notícias negativas sobre aspectos ESG. Nesse sentido, têm-se as seguintes hipóteses:

H_{1B}: As notícias com tom negativo sobre o fator Ambiente têm efeito negativo no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

H_{2B}: As notícias com tom negativo sobre o fator Governança têm efeito negativo no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

H_{3B}: As notícias com tom negativo sobre o fator Sociais têm efeito negativo no retorno das ações das empresas listadas no ISE.

A figura 2 apresenta o modelo conceitual da pesquisa.



Fonte: Elaborada pela autora.

CAPÍTULO 3 - ASPECTOS METODOLÓGICOS

Essa pesquisa trata-se de um estudo descritivo com abordagem qualitativa e quantitativa. De acordo com Selltiz (1975, p. 59), a pesquisa descritiva tem como objetivo “apresentar precisamente as características de uma situação, um grupo ou indivíduos específicos”. Já as pesquisas quantitativas são aquelas que coletam dados numéricos e os analisa por meio da estatística (Sampieri; Collado & Lucio, 2013). “Em contraste, a pesquisa qualitativa evita números, lida com interpretações das realidades sociais” (Bauer & Gaskell, 2003, p. 23).

As empresas alvo desse estudo são as empresas listadas no ISE na data da coleta dos dados (12/05/2023). O período a ser analisado compreende os anos de 2018 a 2022, semelhante a pesquisas anteriores, que também utilizaram períodos de 5 anos (Carvalho & Malaquias, 2012; Eijffinger & Geraats, 2006; Malaquias & Lemes, 2013). A primeira etapa consistiu na coleta de dados diários das cotações no Economática. Foram consideradas dentre as empresas da carteira ISE, aquelas que tem cotação para todo o período de análise. Ao final dessa etapa a amostra foi composta por 44 empresas.

A segunda etapa da coleta de dados foi realizada no site do jornal Valor Econômico. O jornal Valor Econômico foi eleito por conta de seu prestígio e importância no mercado e setor econômico, com a manifestação frequente de agentes de governança corporativa em entrevistas e editoriais (Ferrer & Klotzle, 2008; Gonçalves & Galdi, 2017). Além disso, segundo Ferrer e Klotzle (2008, p. 11) o jornal Valor Econômico tornou-se o “veículo padrão do mercado financeiro”.

Foi desenvolvido um software na linguagem Python que realizou a busca e o *download* de todas as notícias publicadas entre os anos de 2018 e 2022 que contém o nome das empresas da amostra na manchete. Ao todo, foi feito o download de 10.918 notícias. Foram excluídas as notícias de mesma data e de mesmo teor da mesma empresa evitando duplicidade. Como o foco dessa pesquisa é investigar o efeito das notícias sobre ESG no retorno das ações, apenas as notícias relacionadas a ESG foram consideradas. Foram atribuídos os índices 1 para notícias com tom positivo e -1 para notícias com tom negativo.

Quando as empresas têm mais de uma notícia de mesmo tom e mesmo fator na mesma data, foi considerado apenas um evento. Ao todo, foram identificadas 575 notícias relacionadas a ESG, sendo que 400 foram classificadas como positivas, 173 como negativas e 2 que não são nem positivas, nem negativas e não foram, portanto, consideradas na análise. Assim, a amostra final contempla 573 notícias, sendo que 224 notícias são relacionadas a Ambiente, 192 são

relacionadas a Governança e 157 são relacionadas ao fator Social. As notícias foram classificadas considerando os indicadores do guia da B3(2022).

Assim, no fator ambiente as notícias são as que se referem a tópicos relacionados ao desenvolvimento e investimento em energias renováveis, ao clima, emissões de carbono, tratamento de resíduos, dentre outras (B3, 2022, p. 37-38). As notícias de aspectos social são aquelas relacionadas a empregabilidade, à comunidade, à diversidade de gênero, a discriminação, a segurança em saúde, entre outras (B3, 2022, p. 37-38). As notícias de governança são as que tratam sobre a diversidade no conselho, a ética, a corrupção e outras relacionadas à gestão empresarial (B3, 2022, p. 37-38).

O próximo passo da pesquisa consistiu na realização da análise do efeito da publicação de notícias no retorno das ações por meio da estratégia de estudos de eventos. A janela de estimação considerada foi de 120 dias (anteriores ao evento) e uma janela de eventos de 5 dias (2, 0, 2), como em outros estudos anteriores (Rai & Pandey, 2022; Carvalho, 2008). Para efeito de comparação e análise de robustez, também foi utilizada uma janela de estimação de 60 dias conforme estudos anteriores (Khanal; Mishra & Mottaleb, 2014; Bourdeau-Brien & Kryzanowski, 2017; Capelle-Blancard & Petit, 2019).

O método do estudo de eventos “foi desenvolvido para mensurar o efeito de um evento inesperado no retorno das ações” (McWilliams & Siegel, 1997, p. 628) e tem sido empregado em diversas pesquisas para identificar retornos anormais em séries temporais sobre o preço de ações no mercado financeiro, proporcionando informações aos investidores para análise das opções frente à oferta de mercado (Borges; Silva; Rech & Carvalho, 2016; Castro & Marques, 2013). Além disso, “o método de estudo de eventos de curto prazo, fundamentado na Hipótese do Mercado Eficiente, é uma das ferramentas mais utilizadas para quantificar o impacto de um evento específico no valor para os acionistas de uma empresa” (Ding; Lam; Cheng & Zhou, 2018, p. 329).

O modelo utilizado para calcular os retornos anormais foi o Modelo de Mercado. O Modelo de Mercado “é a hipótese que os preços dos títulos em qualquer ponto no tempo refletem totalmente todas as informações disponíveis” (Fama, 1970, p. 388).

A análise dos resultados foi subdividida conforme os testes realizados. Foram realizados os testes paramétricos (Teste T de Student) e não paramétrico (Teste de Sinais de Wilcoxon). “Os testes paramétricos são aplicados em situações em que a distribuição, que melhor representa os dados analisados seja conhecida” (Fávero; Belfiore; Silva & Chan 2009, p. 111). Ao utilizar o teste paramétrico, supõe-se o conhecimento sobre a forma e a natureza da população pertinente.

“O Teste t de Student para uma amostra é aplicado quando não se conhece a variância populacional e se tem como objetivo testar se uma média populacional assume ou não determinado valor. O teste exige que determinada variável T em estudo tenha distribuição normal padrão” (Fávero et al., 2009, p. 121).

A obtenção do valor do teste t se dá por meio da divisão entre o retorno anormal médio e o erro padrão, conforme a equação (Carvalho, 2008):

$$t = \frac{\overline{AR}}{ep} \quad (1)$$

O Teste de Wilcoxon corresponde a uma alternativa ao teste t de Student, permitindo a comparação de duas medianas a partir de amostras emparelhadas (Fávero et al., 2009). “O teste de Wilcoxon é uma extensão do teste dos sinais. Além da informação sobre a direção das diferenças de cada par, o teste de Wilcoxon leva em consideração a magnitude da diferença dentro dos pares” (Fávero et al., 2009, p. 159). O teste de Wilcoxon, por sua vez, “é baseado na ideia de que a soma dos *ranks* para as amostras acima e abaixo da média deve ser similar” (Carvalho, 2008, p. 65).

O Estudo de evento verifica a existência de retornos anormais em torno do dia da divulgação de notícia relevante. O evento escolhido foi a divulgação diária de notícias por meio do Jornal Valor Econômico.

A forma logarítmica (capitalização contínua), foi utilizada para o cálculo da taxa de retorno. Na capitalização contínua o preço do título é dado pela equação (Carvalho, 2008):

$$\text{Log Retorno} = \text{Ln} \left(\frac{\text{Preço}_{\text{tempo final}}}{\text{Preço}_{\text{tempo inicial}}} \right) \quad (2)$$

O cálculo do retorno anormal é realizado por meio da equação (Carvalho, 2008):

$$RA_{it} = Rit - E(Rit) \quad (3)$$

Onde:

RA_{it} = Retorno anormal para uma empresa i no período t;

Rit = Retorno observado para uma empresa i no período t;

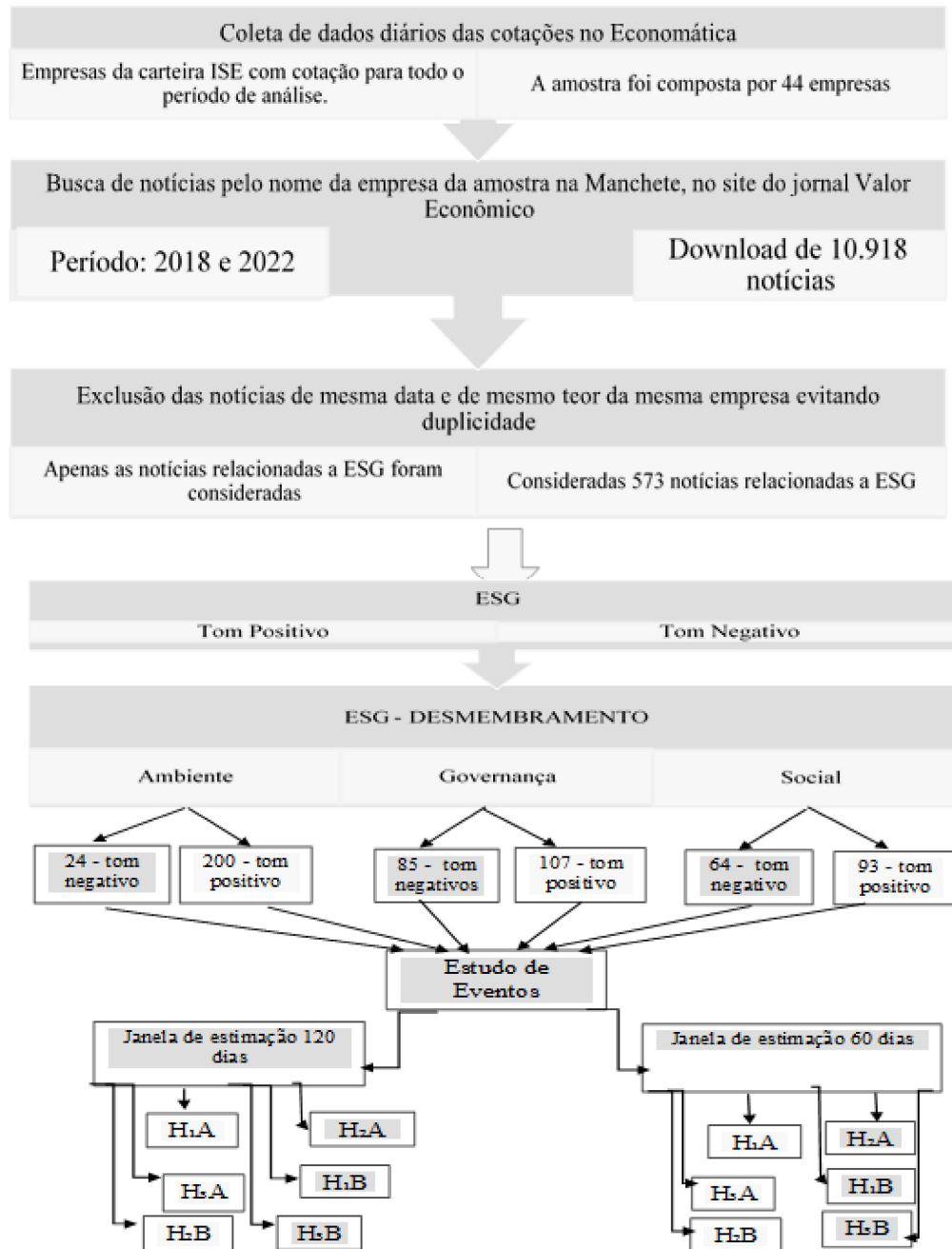
$E(Rit)$ = Retorno esperado para uma empresa observado i no período t;

Se a janela de evento inclui mais de um dia, os retornos anormais diários são adicionados na janela de evento obtendo-se um retorno anormal cumulativo (CAR) (Sorescu; Warren &

Ertekin, 2017). O *CAR* exprime o valor incorporado ao total da empresa pelas novas informações relacionadas ao evento (Sorescu et al., 2017).

O Fluxograma Metodológico é apresentado a seguir na Figura 3.

Figura 3 - Fluxograma Metodológico



Fonte: Elaborada pela autora.

No próximo capítulo serão apresentados os resultados desta pesquisa.

CAPÍTULO 4 - RESULTADOS

Conforme mencionado no capítulo anterior, a amostra final contempla 44 empresas e 573 notícias relacionadas a ESG. As notícias foram classificadas de acordo com o tipo (Ambiente; Social; Governança).

A Tabela 1 mostra que das 573 notícias, 224 são relacionadas a Ambiente, 192 são relacionadas a Governança e 157 são relacionadas ao fator Social.

Tabela 1 – Classificação das Notícias

	Amb.	Gov.	Soc.	Total
Neg.	24	85	64	173
Posit.	200	107	93	400
Total	224	192	157	573

Nas subseções seguintes são apresentadas as análises dos resultados referentes às notícias sobre Ambiente, Governança e Aspectos Sociais.

4.1 Análise das notícias sobre o fator Ambiente

A tabela 2 refere-se ao total de notícias por ano de 2018 a 2022 sobre o aspecto Ambiente. O volume maior de notícias concentra-se no ano de 2022 com 50,44% do total. Já o menor volume de notícias foi publicado em 2020.

Tabela 2 – Notícias sobre Ambiente por Ano

Ano	Ambiente		Total
	Tom Neg.	Tom Pos.	
2018	2	20	22
2019	1	24	25
2020	1	19	20
2021	3	41	44
2022	17	96	113
Total	24	200	224

Conforme mencionado no capítulo de metodologia, para análise dos resultados foram calculados retornos anormais médios para uma janela de eventos de 5 dias, compreendida entre 2 dias anteriores ao evento (0) e 2 dias posteriores ao evento. Os retornos também foram acumulados dentro do mesmo intervalo.

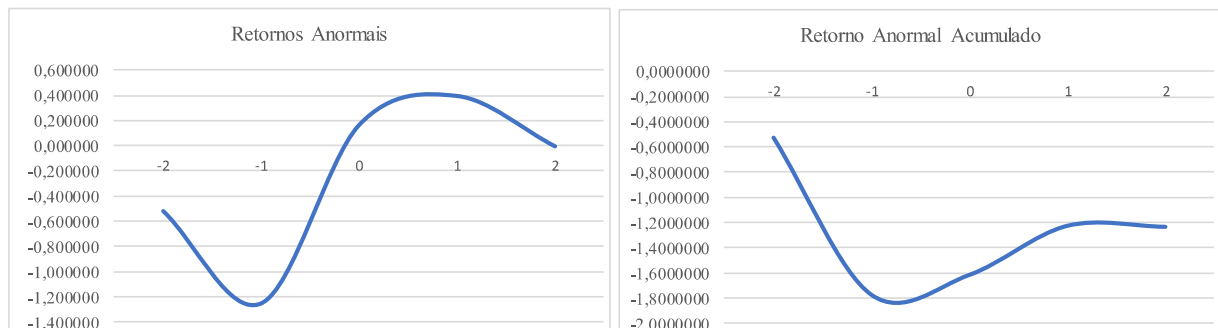
A tabela 3 apresenta os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos para uma janela de estimação de 120 dias. Nesta tabela são considerados as notícias sobre Ambiente com tom negativo.

Tabela 3 – Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Negativo – Janela de Estimação de 120 dias

Retornos Anormais Médios - Ambiente - Tom Negativo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,521592	0,360	0,458	-0,5215915
-1	-1,254960	0,041	0,026	-1,7765515
0	0,159584	0,708	0,954	-1,6169675
1	0,392076	0,286	0,209	-1,2248913
2	-0,008215	0,984	0,819	-1,2331061

Os respectivos gráficos dos retornos médios e retornos acumulados sobre Ambiente são apresentados na Figura 4.

Figura 4 – Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Negativo – 120 dias



Os resultados mostram que o retorno anormal no dia anterior à publicação das notícias sobre ambiente com tom negativo foi negativo e significativo a 5%, confirmando a hipótese **H_{1B}**. Observa-se também com base no retorno acumulado que dentro da janela de eventos não houve recuperação do retorno das ações.

O efeito negativo pode ter ocorrido no dia anterior devido a um possível acesso antecipado do mercado ao conteúdo dessas notícias que foram divulgadas, ou mesmo o mercado pode ter acessado informações equivalentes na data anterior por meio de sua eventual divulgação em outras fontes.

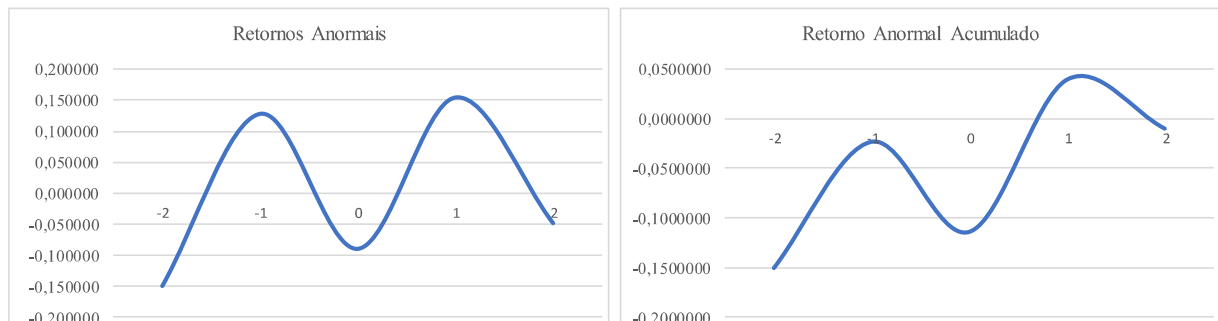
Na tabela 4 são apresentados os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos, considerando as notícias com tom positivo.

Tabela 4 – Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Positivo – Janela de Estimação de 120 dias

Retornos Anormais Médios - Ambiente - Tom Positivo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,150809	0,236	0,110	-0,1508088
-1	0,127233	0,369	0,784	-0,0235759
0	-0,090955	0,491	0,480	-0,1145313
1	0,153608	0,231	0,422	0,0390770
2	-0,049540	0,672	0,609	-0,0104634

Os gráficos dos retornos médios e retornos acumulados referentes às notícias sobre Ambiente com tom positivo são apresentados na Figura 5.

Figura 5 – Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Positivo – 120 dias



Os resultados mostram que o efeito das notícias positivas sobre Ambiente no retorno das ações não foi significativo, o que refuta a hipótese H_{1A} . Uma das possíveis explicações é o fato de a amostra ser composta por empresas listadas no ISE. O mercado já pode esperar dessas empresas notícias positivas sobre ambiente. Talvez por isso, o efeito das notícias positivas não tenha sido significativo no retorno das ações.

Para efeitos de comparação, as mesmas análises foram realizadas para uma janela de estimação de 60 dias utilizada em outras pesquisas como as de Bourdeau-Brien e Kryzanowski, (2017), e Khanal et al., (2014). Assim como no estudo de Dias e Malaquias (2021), mais de uma janela de estimação foi considerada na presente pesquisa para análise de robustez. No **Apêndice B** são apresentados os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de

significância para a janela de estimação de 60 dias. Os resultados foram equivalentes para as janelas de estimação de 120 e de 60 dias tanto para as notícias negativas quanto para as notícias positivas.

Em síntese, os resultados mostram que o mercado reage mais às notícias negativas sobre ambiente do que às notícias positivas e uma possível explicação para isso é o medo da perda. Estes resultados são coerentes com a pesquisa de Sabbaghi (2022) que concluiu que o impacto das notícias negativas sobre a volatilidade das empresas ESG é maior em comparação com notícias positivas e com o estudo de Ketola (2022) que identificou que o valor de mercado das empresas é afetado pelas notícias negativas sobre ambiente. Além disso, a pesquisa sugere que o mercado de ações tende a punir mais as notícias negativas sobre ambiente, desconsiderando as notícias positivas, em consonância com o que já foi evidenciado por Sahut e Pasquini-Descomps (2015).

4.2 Análise das notícias sobre o fator Governança

A tabela 5 refere-se ao total de notícias por ano de 2018 a 2022 sobre o aspecto Governança. O volume maior de notícias concentra-se no ano de 2022 com 38,54% do total. Já o menor volume de notícias foi publicado em 2020.

Tabela 5 - Notícias por ano de 2018 a 2022 - Aspecto Governança

Ano	Governança		Total
	Tom Neg.	Tom Pos.	
2018	29	20	49
2019	19	14	33
2020	7	9	16
2021	7	13	20
2022	23	51	74
Total	85	107	192

A tabela 6 apresenta os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos para uma janela de estimação de 120 dias considerando as notícias sobre Governança com tom negativo.

Tabela 6 – Retornos Anormais Médios - Notícias sobre GC com tom Negativo – Janela de Estimação de 120 dias.

Retornos Anormais Médios - GC - Tom Negativo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,145478	0,485	0,136	-0,1454776
-1	-0,301177	0,409	0,663	-0,4466546
0	-0,600479	0,097	0,077	-1,0471336
1	0,372188	0,068	0,356	-0,6749456
2	-0,100866	0,630	0,925	-0,7758112

Os respectivos gráficos dos retornos anormais e retorno acumulado sobre Governança são apresentados na Figura 6.

Figura 6. Retornos Anormais e Retorno Anormais Acumulado - GC com tom Negativo - Janela de Estimação de 120 dias.



Os resultados mostram que o retorno anormal no dia da publicação das notícias sobre governança com tom negativo foi negativo e significativo a 10%. Os resultados confirmam a Hipótese **H_{2B}** e estão em linha com a Hipótese de Eficiência de Mercado, pois na data da publicação da notícia negativa houve reação negativa do mercado. Os resultados também se alinham com o estudo de Nicolas et al. (2023) que alegam que os efeitos de notícias negativas são mais proeminentes nos aspectos de governança e social.

No dia 1, o retorno anormal foi positivo e significativo a 10%, o que indica uma recuperação do mercado. Conforme salientam Holthausen e Watts (2001), a divulgação de notícias negativas afeta o momento atual, identificando-se uma transitoriedade momentânea e não uma constância como ocorre com a divulgação de notícias positivas.

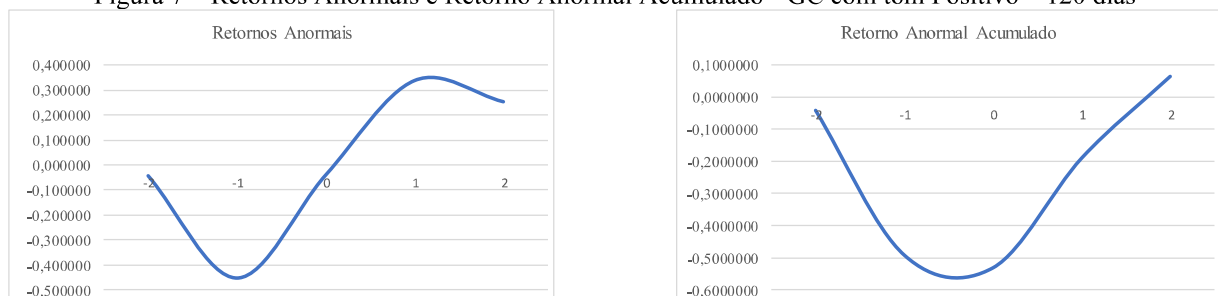
A tabela 7 mostra os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos para notícias de governança com tom positivo.

Tabela 7 – Retornos Anormais - Notícias sobre GC com tom Positivo – Janela de Estimação de 120 dias.

Retornos Anormais Médios - GC - Tom Positivo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,040950	0,837	0,359	-0,0409496
-1	-0,450380	0,007	0,009	-0,4913298
0	-0,038636	0,892	0,353	-0,5299659
1	0,340094	0,166	0,072	-0,1898720
2	0,254453	0,261	0,081	0,0645810

O respectivo gráfico dos retornos médios sobre Governança é apresentado na Figura 7.

Figura 7 – Retornos Anormais e Retorno Anormal Acumulado - GC com tom Positivo – 120 dias



Os resultados apontam que nos dois dias após a divulgação das notícias sobre Governança com tom positivo, houve um efeito positivo e significativo, o que sugere que o mercado pode ter precificado as notícias positivas apenas após um a dois dias a sua publicação. Identificou-se também que o retorno anormal no dia anterior à publicação das notícias foi negativo e significativo a 1%. O efeito negativo pode ter ocorrido no dia anterior devido a algum outro evento específico que pode ter afetado negativamente o preço das ações de algumas empresas da amostra um dia antes do evento avaliado.

Para efeitos de comparação, as mesmas análises foram realizadas para uma janela de estimação de 60 dias (**Apêndice C**) e os resultados foram equivalentes.

Conforme apontado por Sahut e Pasquini-Descomps (2015), o efeito do fator Governança no desempenho é o mais estudado e consolidado na literatura. Assim, no que se refere à Governança, os resultados estão em linha com as pesquisas anteriores ao indicar que o mercado reage e pode estar precificando tanto as notícias negativas quanto as notícias positivas. Ademais, os resultados se alinham a pesquisas como a de Chen e Yang (2020) que também identificaram uma reação positiva às boas notícias e reação negativa às más notícias e de

Colombo e Galli (2010) que concluíram que a divulgação de notícia de migração para o Índice de Governança Corporativa (IGC) da B3 teve um efeito positivo no retorno das ações.

Porém, os resultados deste estudo contrariam os resultados do estudo de Capelle-Blancard e Petit (2019) que mostram que, em média, notícias negativas provocam uma queda no valor de mercado das empresas, enquanto notícias positivas tem um efeito pouco significativo no valor de mercado das empresas.

4.3 Análise das notícias sobre o fator Social

A tabela 8 refere-se ao total de notícias por ano de 2018 a 2022 sobre a dimensão Social. O ano de 2022 concentrou a maior quantidade de notícias com 43,95% do total. Já o menor volume de notícias foi publicado em 2019.

Tabela 8 - Notícias por ano de 2018 a 2022 - Fator Social

Ano	Social		Total
	Tom Neg.	Tom Pos.	
2018	16	5	21
2019	12	6	18
2020	4	21	25
2021	7	17	24
2022	25	44	69
Total	64	93	157

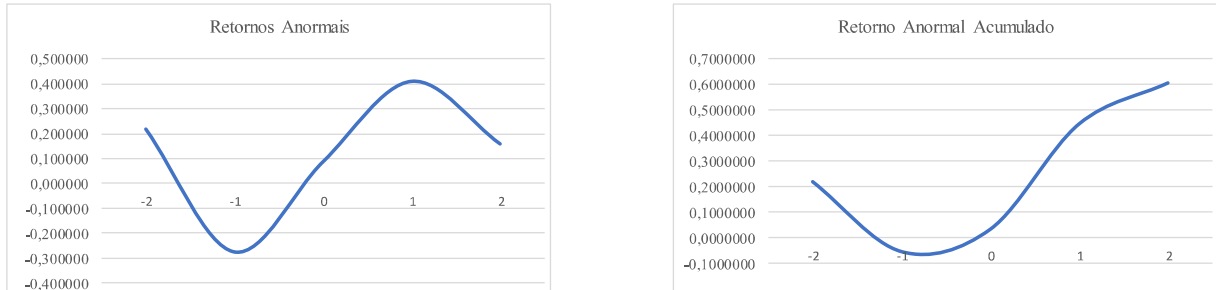
A tabela 9 apresenta os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos para uma janela de estimação de 120 dias para as notícias sobre o fator Social com tom negativo.

Tabela 9 – Retornos Anormais - Notícias sobre fator Social com tom Negativo – Janela de Estimação de 120 dias.

Retornos Anormais Médios - Social - Tom Negativo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	0,219454	0,441	0,525	0,2194539
-1	-0,274362	0,388	0,276	-0,0549082
0	0,088261	0,824	0,370	0,0333523
1	0,411857	0,190	0,418	0,4452094
2	0,160480	0,524	0,625	0,6056898

O respectivo gráfico dos retornos médios sobre fator Social é apresentado na Figura 8.

Figura 8. Retornos Anormais e Retorno Anormal Acumulado- Social com tom Negativo - Janela de Estimação de 120 dias.



Refutando a hipótese **H_{3B}** e diferentemente dos resultados do estudo de Ketola (2022), as notícias negativas sobre o fator Social não produziram efeito significativo durante a janela de eventos. Talvez o mercado esteja mais atento a notícias negativas sobre governança e ambiente que no presente estudo apresentaram efeito significativo. Os resultados para as notícias sobre o fator Social também são diferentes dos identificados pelo estudo de Nicolas et al., (2023) que apontou que os efeitos de notícias negativas são mais proeminentes nos aspectos sociais e de governança. Estes resultados também divergem do estudo de Derrien et al., (2021) que identificaram que as notícias negativas sobre o fator social produzem efeitos significativos e negativos nos lucros das empresas.

Conforme sugerem Capelle-Blancard e Petit (2019) a perda provocada por eventos ESG negativos pode ser reduzida, por exemplo, quando as empresas divulgaram anteriormente mais informações ESG positivas do que os seus pares ou quando o setor tem uma boa reputação ESG, o que pode ser uma possível explicação para os resultados identificados para o fator social.

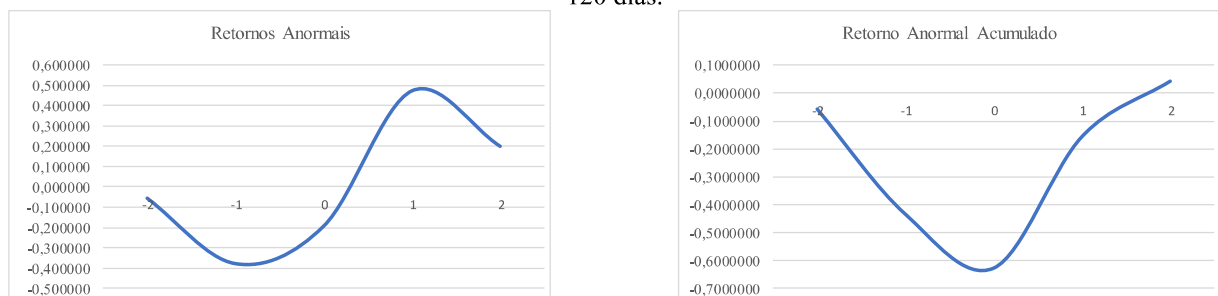
Na tabela 10 são apresentados os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos, considerando as notícias de aspecto Social com tom positivo.

Tabela 10 – Retornos Anormais Médios - Notícias sobre o aspecto Social com tom Positivo – Janela de Estimação de 120 dias.

Retornos Anormais Médios - Social - Tom Positivo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,056221	0,813	0,120	-0,0562206
-1	-0,378316	0,072	0,019	-0,4345362
0	-0,193435	0,568	0,489	-0,6279710
1	0,472799	0,073	0,165	-0,1551724
2	0,200127	0,395	0,355	0,0449549

A figura 9 mostra os respectivos gráficos dos retornos anormais e retorno acumulado sobre o aspecto Social.

Figura 9. Retornos Anormais e Retorno Anormal Acumulado - Social com tom Positivo - Janela de Estimação de 120 dias.



Os resultados mostram que o retorno anormal no dia anterior à publicação das notícias sobre aspecto Social com tom positivo foi negativo e significativo a 10%, o que pode ter ocorrido devido a outros eventos que possam ter afetado o retorno das ações de algumas empresas da amostra. No dia posterior à divulgação das notícias positivas os resultados indicam um efeito positivo e significativo a 10%, configurando-se uma possível demora na precificação dessas notícias. As mesmas análises foram realizadas para uma janela de estimação de 60 dias (Apêndice D) e indicaram resultados equivalentes.

Os resultados corroboram o estudo de Serafeim e Yoon (2022) que identificou que o mercado reage mais às notícias positivas e a pesquisa de Filbeck et al. (2022) que identificou um efeito positivo da divulgação de notícias sobre filantropia. Os resultados também estão em linha com o estudo de Chen e Yang (2020), que salientam que o mercado reage de forma otimista às notícias positivas sobre ESG e de Sahut e Pasquini-Descomps (2015) que observaram que a publicação de notícias positivas reflete positivamente no valor das ações.

CAPÍTULO 5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo dessa pesquisa foi analisar o efeito das notícias relacionadas à ESG no retorno das ações das empresas listadas no ISE. Para o alcance deste objetivo foram coletadas notícias sobre as empresas pertencentes à carteira do ISE da B3 publicadas no site do jornal Valor Econômico entre 2018 e 2022. A amostra final é composta por 44 empresas e 224 notícias relacionadas a Ambiente, 192 relacionadas a Governança e 157 relacionadas ao fator Social. A análise dos dados foi realizada em duas etapas, sendo a primeira etapa qualitativa com análise e classificação das notícias de acordo com o tom (positivo ou negativo) e a segunda etapa quantitativa, com Estudo de Eventos.

Os resultados evidenciam que para os três fatores houve um aumento expressivo na quantidade de notícias publicadas em 2022 em relação aos anos anteriores. Com relação ao fator Ambiente, os resultados mostram um efeito negativo das notícias com tom negativo. Porém, não houve efeito significativo com relação às notícias com tom positivo, o que sugere que o mercado reage mais às notícias negativas sobre Ambiente do que às notícias positivas.

Já no que se refere ao fator Social, identificou-se um efeito positivo das notícias positivas, mas não foi identificado nenhum efeito das notícias negativas. Os resultados também apontam que notícias relacionadas à Governança tanto positivas quanto negativas podem ter um efeito (positivo ou negativo respectivamente) sobre o retorno das ações, o que indica que, em geral, o mercado pode estar mais atento às notícias sobre Governança do que às notícias sobre os aspectos ambientais e sociais.

Ao mostrar que o mercado brasileiro está atento às notícias positivas e negativas sobre ESG e precificando essas notícias mesmo que a curto prazo, este estudo apresenta contribuições teóricas, práticas, sociais e regionais. A revisão da literatura mostra que a reação do mercado às notícias relacionadas à ESG varia de um país para o outro. Assim, em termos teóricos, este estudo buscou aprofundar sobre como o mercado reage diante da divulgação de notícias sobre ESG no cenário brasileiro, contribuindo para o escopo de conhecimentos sobre o tema ESG.

Em termos práticos, os resultados desse estudo podem promover a conscientização sobre práticas ambientais, sociais e de governança responsáveis e irresponsáveis e consequente efeito da divulgação dessas práticas na mídia, contribuindo para uma melhor atuação das empresas.

No âmbito social, ao identificar o efeito negativo de notícias sobre Ambiente e Governança e os efeitos positivos das notícias relacionadas à Governança e aspectos Sociais, os resultados desse estudo podem servir como estímulo para que as empresas busquem melhorar

suas práticas ESG, contribuindo para a sociedade. Considerando os resultados da pesquisa e visando um melhor retorno das ações, as empresas podem, por exemplo, ampliar suas práticas sociais e ambientais, seja tratando os resíduos e cuidando da poluição de seus agentes químicos e/ou aderindo a programas de diversidade e de incentivos e benefícios para seus funcionários.

Como contribuição regional, os resultados desta pesquisa podem ter implicações para as empresas das regiões onde a UFU exerce maior influência: Alto Paranaíba e Triângulo Mineiro. Considerando a possível reação do mercado à divulgação de notícias em ESG, inclusive em jornais locais, estas empresas também podem ser incentivadas a adotar práticas em ESG, beneficiando a população dessas regiões. Além disso, este estudo pode incentivar a criação de políticas públicas voltadas para estas regiões e contribuir de forma direcionada para a sustentabilidade nos negócios e consequente melhoria para a comunidade em torno dessas regiões.

Como limitação dessa pesquisa, tem-se o fato de terem sido considerados apenas os efeitos das notícias relacionadas à ESG, não tendo sido levados em consideração outros eventos que podem ter afetado o retorno das ações e que aconteceram durante o período de análise, como, por exemplo, a pandemia do COVID-19 que também gerou várias notícias na mídia.

Outra limitação dessa pesquisa é a amostra composta apenas por empresas listadas no ISE. Pesquisas futuras podem realizar a pesquisa com amostras mais abrangentes contendo outras empresas listadas na B3 ou mesmo realizar um comparativo entre os efeitos das notícias no retorno das ações das empresas que fazem parte do ISE com as que não fazem parte dessa carteira. Além disso, essa pesquisa considerou apenas o Jornal Valor Econômico. Como estudo futuro sugere-se a análise de notícias publicadas em outras fontes. Por fim, pesquisas futuras podem investigar a percepção da população a respeito de notícias sobre ESG publicadas em jornais, inclusive em jornais locais.

REFERÊNCIAS

- Adams, C. A., & McNicholas, P. (2007). Making a difference: Sustainability reporting, accountability and organisational change. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(3), 382-402. <https://doi.org/10.1108/09513570710748553>
- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., & Umar, Z. (2022). COVID–19 media coverage and ESG leader indices. *Finance Research Letters*, 45, 102170. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102170>
- Al-Hakimi, M. A., Al-Swidi, A. K., Gelaidan, H. M., & Mohammed, A. (2022). The influence of green manufacturing practices on the corporate sustainable performance of SMEs under the effect of green organizational culture: A moderated mediation analysis. *Journal of Cleaner Production*, 376, 134346. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134346>
- Arya, B., & Zhang, G. (2009). Institutional reforms and investor reactions to CSR announcements: Evidence from an emerging economy. *Journal of Management Studies*, 46(7), 1089-1112. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00836.x>
- Assumpção, M. R., & Monzoni Neto, M. P. (2020). State-of-the-art practices being reported by the PRME champions group: A reference to advance education for sustainable development. *The International Journal of Management Education*, 18(2), 100369. <https://doi.org/10.1016/j.ijme.2020.100369>
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642-664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
- B3 (2022, 2 de novembro) *Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas: Como começar, quem envolver e o que priorizar*. https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf
- Barkemeyer, R., Preuss, L., & Lee, L. (2015). On the effectiveness of private transnational governance regimes—Evaluating corporate sustainability reporting according to the Global Reporting Initiative. *Journal of World Business*, 50(2), 312-325. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.10.008>

- Bartholomeu, D. B., Péra, T. G., & Caixeta-Filho, J. V. (2016). Logística sustentável: avaliação de estratégias de redução das emissões de CO2 no transporte rodoviário de cargas. *Journal of Transport Literature*, 10, 15-19. <https://doi.org/10.1590/2238-1031.jtl.v10n3a3>
- Bassen, A. & Kovács, A. M. (2008). Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective. *zfwu Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 2(9), 179-181. <https://doi.org/10.5771/1439-880X-2008-2-182>
- Bauer, M. W., & Gaskell, G. (2003). *Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático*. 2.ed. Petrópolis - RJ. Editora Vozes Limitada.
- Belinky, A. (2021). *Seu ESG é sustentável?* 20(4) São Paulo -GV-Executivo. <https://doi.org/10.12660/gvexec.v20n4.2021.85080>
- Bernardo, G., Ruberti, M., & Verona, R. (2019). Semi-strong inefficiency in the fixed odds betting market: Underestimating the positive impact of head coach replacement in the main European soccer leagues. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 239-246. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.08.007>
- Bourdeau-Brien, M., & Kryzanowski, L. (2017). The impact of natural disasters on the stock returns and volatilities of local firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 259-270. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.05.003>
- Borges, W. G., Silva, E. C., Rech, I. J., & Carvalho, L. F. (2016). Efeito da divulgação de informações contábeis sobre o desempenho das ações de empresas que migraram para o nível de governança corporativa Novo Mercado. *Revista Eletrônica de Administração e Turismo-ReAT*, 8(4), 870-889.
- Braz, M. S. A. (2003). Os mecanismos de cooperação internacional para redução de emissões sob o Protocolo de Quioto. *Boletim Científico Escola Superior do Ministério Público da União*, 9, 139-159.
- Busco, C., Giovannoni, E., Granà, F., & Izzo, M. F. (2018). Making sustainability meaningful: aspirations, discourses and reporting practices. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(8), 2218-2246. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2017-2917>
- Canela, R., & Marietto, M. L. (2018). Impacto das Estratégias de Sustentabilidade Empresarial no Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras. *Revista Administração em Diálogo-RAD*, 20(1), 82-102. <https://doi.org/10.23925/2178-0080.2017v20i1.35443>

- Capelle-Blancard, G., Desroziers, A., & Scholtens, B. (2021). Shareholders and the environment: a review of four decades of academic research. *Environmental Research Letters*, 16(12), 123005. <https://doi.org/10.1088/1748-9326/ac3c6e>
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2019). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of Business Ethics*, 157, 543-565. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3667-3>
- Cardoso, T. A. (2021). Paracrisis e o dano reputacional: os consecutivos casos polêmicos da Reserva e seus danos para a imagem da empresa. *Editores Associados [Associate Editors]*, 33 (1) - 165-183.
- Carretta, A., Farina, V., Martelli, D., Fiordelisi, F., & Schwizer, P. (2011). The impact of corporate governance press news on stock market returns. *European Financial Management*, 17(1), 100-119. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00548.x>
- Carvalho, Luciano Ferreira (2008). *Eficiência informacional e racionalidade do mercado: testes com ações de empresas que compõem o IGC no período 2003-2007*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Uberlândia] <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/11913>.
- Carvalho, L. F., & Malaquias, R. F. (2012). Anomalias de calendário no mercado brasileiro: uma análise com empresas pertencentes ao IGC. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 10(2), 25-35. <https://doi.org/10.19094/contextus.v10i2.32147>
- Castro Filho, C. M. (2018). Agenda 2030 para o desenvolvimento sustentável: uma leitura de política pública na clave da biblioteca escolar. *RDBCI: Revista Digital de Biblioteconomia e Ciência da Informação*, 16(3), 355-372. <https://doi.org/10.20396/rdbci.v16i3.8650931>
- Castro, R. D. de, & Marques, V. A. (2013). Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(1), 109-124. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v32i1.15362>
- Chauhan, Y., & Kumar, S. B. (2018). Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets? *Emerging Markets Review*, 37, 32-46. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.05.001>

- Chen, H. Y., & Yang, S. S. (2020). Do investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101407. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101407>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Colombo, J. A., & Galli, O. C. (2010). Governança corporativa no Brasil: níveis de governança e rendimentos anormais. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(4), 26-37.
- Correa-Garcia, J. A., Garcia-Benau, M. A., & Garcia-Meca, E. (2020). Corporate governance and its implications for sustainability reporting quality in Latin American business groups. *Journal of Cleaner Production*, 260, 121142. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.121142>
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501-1530. <https://doi.org/10.1111/acfi.12479>
- Derrien, F., Krueger, P., Landier, A., & Yao, T. (2021). ESG news, future cash flows, and firm value. *Swiss finance institute research paper*, (21-84). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3903274>
- Di Vaio, A., & Varriale, L. (2020). SDGs and airport sustainable performance: Evidence from Italy on organisational, accounting and reporting practices through financial and non-financial disclosure. *Journal of Cleaner Production*, 249, 119431. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119431>
- Dias, V. F. M. B., & Malaquias, R. F. (2021). Corrupção e retorno de ações de empresas listadas na B3. *Brazilian Review of Finance*, 19(2), 123-150. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v19n2.2021.82780>
- Ding, L., Lam, H. K., Cheng, T. C. E., & Zhou, H. (2018). A review of short-term event studies in operations and supply chain management. *International Journal of Production Economics*, 200, 329-342. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2018.04.006>

- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, 167, 333-360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Egorova, A. A., Grishunin, S. V., & Karminsky, A. M. (2022). The Impact of ESG factors on the performance of Information Technology Companies. *Procedia Computer Science*, 199, 339-345. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2022.01.041>
- Eijffinger, S. C., & Geraats, P. M. (2006). How transparent are central banks? *European Journal of Political Economy*, 22(1), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2005.09.013>
- ESG - Interesse por sub-região (2023, 07 de junho). Disponível <https://trends.google.com.br/trends/explore?date=today%205-y&geo=BR&q=%2Fm%2F0by114h,Mercado%20de%20a%C3%A7%C3%B5es&hl=pt>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>; <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E. (1998). Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9)
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., Silva, F. L. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro. Elsevier
- Ferrer, B. A. & Klotzle, M. C. (2008). *Estudo de Evento sobre o Impacto de Notícias Veiculadas no Jornal Valor Econômico sobre o Valor das Ações* [Doctoral dissertation, PUC-Rio] Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 41p.
- Filbeck, G., Robbins, E., & Zhao, X. (2022). Social capital during the coronavirus pandemic: The value of corporate benevolence. *Applied Economics*, 54(13), 1460-1472. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1977773>

- Forte, H. C., Silva, L. K. S., Gomes, L. D. S., Soares, R. A., & Forte, F. C. (2020). Influência das Controvérsias ASG sobre o Desempenho dos Relatórios de Responsabilidade Social Corporativa: uma Análise das Empresas Listadas na B3. Anais do Encontro da Associação Nacional de Pesquisa em Pós-graduação e Pesquisa em Administração, on-line, 44. Recuperado de <http://www.anpad.org.br>
- Gabriel, A. L., & Feil, A. A. (2019). Análise Relacional Entre O Desempenho Ambiental, Social e Econômico: Estudo das Corporações com Selo ISE da BM&FBOVESPA. *Revista Visão: Gestão Organizacional*, 8(1), 07-24. <https://doi.org/10.33362/visao.v8i1.1410>
- Gaio, L. E., Stefanelli, N. O., Júnior, T. P., Bonacim, C. A. G., & Gatsios, R. C. (2022). The impact of the Russia-Ukraine conflict on market efficiency: Evidence for the developed stock market. *Finance Research Letters*, 50, 103302. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103302>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Ghouma, H. H., & Hewitt, C. S. (2019). Lobbying expenditures and sin stock market performance. *Research in International Business and Finance*, 49, 176-190. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.03.006>
- Gonçalves, A. M., & Galdi, F. C. (2017). A mídia especializada influencia o mercado de capitais? Anais do Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Belo Horizonte, MG., Brasil, 11. Recuperado de <https://anpcont.org.br/pdf/2017/MFC659.pdf>
- Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*, 74(6), 2789-2837. <https://doi.org/10.1111/jofi.12841>
- Hkiri, B., Béjaoui, A., Gharib, C., & AlNemer, H. A. (2021). Revisiting efficiency in MENA stock markets during political shocks: evidence from a multi-step approach. *Heliyon*, 7(9), e08028. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08028>

- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Huang, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting & Finance*, 61(3), 4757-4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- Jan, A. A., Lai, F. W., & Tahir, M. (2021). Developing an Islamic Corporate Governance framework to examine sustainability performance in Islamic Banks and Financial Institutions. *Journal of Cleaner Production*, 315, 128099. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.128099>
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics*, 110, 441-456. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1492-2>
- Ketola, Noora (2022), 60p. ESG news and stock market reaction: Evidence from Nordic countries. [Master of Science in Economics and Business Administration Finance, School of Accounting and Finance, Vaasan Yliopisto University of Vaasa]
- Khanal, A. R., Mishra, A. K., & Mottaleb, K. A. (2014). Impact of mergers and acquisitions on stock prices: *The US ethanol-based biofuel industry. biomass and bioenergy*, 61, 138-145. <https://doi.org/10.1016/j.biombioe.2013.12.004>
- Kleparki, B., Kusto, B., Bórawski, P., Będycka-Bórawska, A., Michalski, K., Perkowska, A., & Rokicki, T. (2021). Investments in Renewable Energy Sources in Basic Units of Local Government in Rural Areas. *Energies*, 14(11), 3170. <https://doi.org/10.3390/en14113170>
- Knizhnikov, A., Shvarts, E., Ametistova, L., Pakhalov, A., Rozhkova, N., & Yudaeva, D. (2021). Environmental transparency of Russian mining and metal companies: Evidence from independent ranking system. *The Extractive Industries and Society*, 8(3), 100937. <https://doi.org/10.1016/j.exis.2021.100937>
- Lago, A. A. C. (2013). Conferências de desenvolvimento sustentável. *Fundação Alexandre de Gusmão-FUNAG*. Brasília. 202p. Gráfica e Editora Ideal.

- Larsen, V. H., & Thorsrud, L. A. (2019). The value of news for economic developments. *Journal of Econometrics*, 210(1), 203-218. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2018.11.013>
- Li, J., Haider, Z. A., Jin, X., & Yuan, W. (2019). Corporate controversy, social responsibility and market performance: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 60, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.11.013>
- Li, Z., Feng, L., Pan, Z., & Sohail, H. M. (2022). ESG performance and stock prices: evidence from the COVID-19 outbreak in China. *Humanities and Social Sciences Communications*, 9(1), 1-10. <https://doi.org/10.1057/s41599-022-01259-5>
- Lillo, F., Micciché, S., Tumminello, M., Piilo, J., & Mantegna, R. N. (2015). How news affects the trading behaviour of different categories of investors in a financial market. *Quantitative Finance*, 15(2), 213-229. <https://doi.org/10.1080/14697688.2014.931593>
- Lima, M. A., Mendes, L. F. R., Mothé, G. A., Linhares, F. G., de Castro, M. P. P., Da Silva, M. G., & Sthel, M. S. (2020). Renewable energy in reducing greenhouse gas emissions: Reaching the goals of the Paris agreement in Brazil. *Environmental Development*, 33, 100504. <https://doi.org/10.1016/j.envdev.2020.100504>
- Liston, D. P. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The quarterly review of economics and finance*, 59, 63-70. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.08.004>
- Long, W., Tian, J., Mao, Y., & An, Y. (2022). Investors pay attention to multi-level financial news—"A pure waste of time" or "It's worth it". *Procedia Computer Science*, 199, 415-422. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2022.01.050>
- Lopez, B., Rangel, C., & Fernández, M. (2022). The impact of corporate social responsibility strategy on the management and governance axis for sustainable growth. *Journal of Business Research*, 150, 690-698. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.06.025>
- Ludwig, P., & Sassen, R. (2022). Which internal corporate governance mechanisms drive corporate sustainability? *Journal of Environmental Management*, 301, 113780. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2021.113780>
- Luo, D. (2022). ESG, liquidity, and stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101526. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101526>

- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malaquias, R. F., & Lemes, S. (2013). Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(3), 85-112.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657. <https://doi.org/10.2307/257056>
- Melo, R. S., de Sousa Batista, P. C., de Macedo, A. C. M., & de Costa, R. B. L. (2013). A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE-Revista de Gestão*, 20(1), 79-92. <https://doi.org/10.5700/rege488>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Kit, G. K. (2020). Announcements effect of corporate bond issuance on share price returns: evidence from three emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 15(3), 534-558. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2018-0601>
- Moura & Vieira Neto (2023) O Questionário ISE como Balizador do Comprometimento das Empresas com os Fatores ESG: Caso Itaú Unibanco Holding S.A. *Revista TMQ – Techniques, Methodologies and Quality*. Número Especial, 145-161.
- Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 237, 117727. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117727>
- Nações Unidas Brasil. (2024, 29 de fevereiro) *Transformando Nosso Mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável*, (2015). <https://brasil.un.org/pt-br/91863-agenda-2030-para-o-desenvolvimento-sustent%C3%A1vel>
- Naumer, H. J., & Yurtoglu, B. (2022). It is not only what you say, but how you say it: ESG, corporate news, and the impact on CDS spreads. *Global Finance Journal*, 52, 100571. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100571>

- Nicolas, M. L., Desroziers, A., Caccioli, F., & Aste, T. (2023). ESG reputation risk matters: An event study based on social media data. *Finance Research Letters*, 104712.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4517269>
- Okorie, D. I., & Lin, B. (2021). Adaptive market hypothesis: the story of the stock markets and COVID-19 pandemic. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101397. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101397>
- Pacto Global. (2022, 2 de novembro) *ESG: Entenda o significado da sigla ESG (Ambiental, Social e Governança) e saiba como inserir esses princípios no dia a dia de sua empresa.*
<https://www.pactoglobal.org.br/esg/>
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- Pereira, A. F. A., Stocker, F., Mascena, K. M. C. D., & Boaventura, J. M. G. (2020). Corporate social performance and financial performance in Brazilian companies: analysis of the influence of disclosure. *BBR. Brazilian Business Review*, 17, 540-558.
- Perks, K. J., Farache, F., Shukla, P., & Berry, A. (2013). Communicating responsibility-practicing irresponsibility in CSR advertisements. *Journal of Business Research*, 66(10), 1881-1888. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.02.009>
- Polat, O., El Khoury, R., Alshater, M. M., & Yoon, S. M. (2023). Media coverage of COVID-19 and its relationship with climate change indices: A dynamic connectedness analysis of four pandemic waves. *Journal of Climate Finance*, 100010.
<https://doi.org/10.1016/j.jclimf.2023.100010>
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102-116.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>
- Rai, V. K., & Pandey, D. K. (2022). Does privatization of public sector banks affect stock prices? An event study approach on the Indian banking sector stocks. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 71-83. <https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2021-0078>

- Redecker, A. C., & Trindade, L. D. M. (2021). Práticas de ESG em sociedades anônimas de capital aberto: Um diálogo entre a função social instituída pela lei n 6.404/76 e a geração de valor. *Revista Jurídica Luso Brasileira*, 7(2), 59-125.
- Rehman, R. U., Abidin, M. Z. U., Ali, R., Nor, S. M., Naseem, M. A., Hasan, M., & Ahmad, M. I. (2021). The integration of conventional equity indices with environmental, social, and governance indices: evidence from emerging economies. *Sustainability*, 13(2), 676. <https://doi.org/10.3390/su13020676>
- Rezende, I. A. C., Nunes, J. G., & Portela, S. S. (2008). Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 2(1), 71-93. <https://doi.org/10.17524/repec.v2i1.22>
- Riaz, Z., Ray, P., & Ray, S. (2022). The impact of digitalisation on corporate governance in Australia. *Journal of Business Research*, 152, 410-424. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.07.006>
- Ritchie, J., & Dowlatabadi, H. (2014). Understanding the shadow impacts of investment and divestment decisions: Adapting economic input–output models to calculate biophysical factors of financial returns. *Ecological Economics*, 106, 132-140. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2014.07.005>
- Rosati, F., & Faria, L. G. (2019). Addressing the SDGs in sustainability reports: The relationship with institutional factors. *Journal of cleaner production*, 215, 1312-1326. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.12.107>
- Rudkin, W., & Cai, C. X. (2023). Information content of sustainability index recomposition: A synthetic portfolio approach. *International Review of Financial Analysis*, 102676. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102676>
- Sabbaghi, O. (2022). The impact of news on the volatility of ESG firms. *Global Finance Journal*, 51, 100570. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100570>
- Sahut, J. M., & Pasquini-Descomps, H. (2015). ESG impact on market performance of firms: International evidence. *Management International*, 19(2), 40-63. <https://doi.org/10.7202/1030386ar>
- Sampieri, R. H; Collado, C.F & Lucio, M. P. B. (2013). *Metodologia de Pesquisa*. 5ª edição. Porto Alegre. Penso.

- Santi, C. (2023). Investor climate sentiment and financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 102490. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102490>
- Schiereck, D., & Königs, A. (2008). Intangibles Reporting-The Financial Communication Challenge in Response to Corporate Responsibility Requirements: In Search for a Common Language. *Zeitschrift für Wirtschafts-und Unternehmensethik*, 9(2), 193. <https://doi.org/10.5771/1439-880X-2008-2-193>
- Schroback, P., & Meath, C. (2020). Corporate sustainability governance: Insight from the Australian and New Zealand port industry. *Journal of Cleaner Production*, 255, 120280. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120280>
- Selltiz, C., Jahoda, M., Deutsch, M., & Cook, S. W. (1975). *Método de pesquisa nas relações sociais*. 5ª ed. São Paulo, EPU–Edusp.
- Serafeim, G., & Yoon, A. (2022). Which corporate ESG news does the market react to? *Financial Analysts Journal*, 78(1), 59-78. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1973879>
- Sevirino, L. R., & Tardin, N. (2021). Corporate social responsibility as a determinant of tax aggressivity. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 15(2), 24-35. <https://doi.org/10.12712/rpca.v15i2.50027>
- Shahab, Y., Gull, A. A., Rind, A. A., Sarang, A. A. A., & Ahsan, T. (2022). Do corporate governance mechanisms curb the anti-environmental behavior of firms worldwide? An illustration through waste management. *Journal of Environmental Management*, 310, 114707. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.114707>
- Shui, X., Zhang, M., Smart, P., & Ye, F. (2022). Sustainable corporate governance for environmental innovation: A configurational analysis on board capital, CEO power and ownership structure. *Journal of Business Research*, 149, 786-794. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.05.037>
- Sorescu, A., Warren, N. L., & Ertekin, L. (2017). Event study methodology in the marketing literature: an overview. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45, 186-207. <https://doi.org/10.1007/s11747-017-0516-y>

- Souza, T. R., Brighenti, J., & Hein, N. (2016). Investimentos ambientais e desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas no índice de sustentabilidade empresarial–ISE. *Revista Reuna*, 21(2), 97-114.
- Stoian, A., & Iorgulescu, F. (2020). Fiscal policy and stock market efficiency: An ARDL Bounds Testing approach. *Economic Modelling*, 90, 406-416. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.12.023>
- United Nations, Global Compact, (2022, 2 de Novembro). The SGDS. <https://www.unglobalcompact.org/sdgs>
- Vicentiis, P. (2023). Do international investors care about ESG news? *Qualitative Research in Financial Markets*, 15(4), 572-588. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2021-0184>
- Villalba, V. A., & Strassburg, U. (2023). Abordagem sustentável nas entidades empresariais: um panorama sobre as produções acadêmicas no setor. *Revista de Gestão e Secretariado Management and Administrative Professional Review*, 14(6), 10346-10365. <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i6.2378>
- Windolph, S. E. (2011). Assessing corporate sustainability through ratings: challenges and their causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1(1), 1–22. <https://doi.org/10.14448/jes.01.0005>
- Xu, E. G., Graves, C., Shan, Y. G., & Yang, J. W. (2022). The mediating role of corporate social responsibility in corporate governance and firm performance. *Journal of Cleaner Production*, 375, 134165. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134165>
- Yu, E. P. Y., & Van Luu, B. (2021). International variations in ESG disclosure—do cross-listed companies care more? *International Review of Financial Analysis*, 75, 101731. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101731>
- Yu, H., Liang, C., Liu, Z., & Wang, H. (2023). News-based ESG sentiment and stock price crash risk. *International Review of Financial Analysis*, 88, 102646. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102646>
- Zanatto, C., Catalão-Lopes, M., Pina, J. P., & Carrilho-Nunes, I. (2023). The impact of ESG news on the volatility of the Portuguese stock market—Does it change during recessions? *Business Strategy and the Environment*, 32, 5821–5832. <https://doi.org/10.1002/bse.3450>

APÊNDICE A: Fichamento dos Artigos citados no Referencial Teórico

Quadro 2 - Artigos encontrados no Referencial Teórico. Fonte: Elaborado pela autora.				
Autor(es)	Amostra	Objetivo	Metodologia	Principais conclusões
Akhtaruzman et al., (2022)	Empresas Líderes ESG - Brasil, China, Índia, Rússia, e África do Sul, EUA, Reino Unido e países da União do Mercado Europeu - jan de 2020 a 21 de abr de 2021	Verificar como a mídia no COVID 19 influenciou os índices ESG	Estatística Descritiva	A influência da mídia COVID 19 teve o seu pico de março a abril de 2020 e afetou mais os EUA
Al-Hakimi et al., (2022)	360 PMEs da Arábia Saudita	"Examinar o efeito mediador da inovação verde entre práticas de fabricação verde e desempenho sustentável corporativo" (Al-Hakimi et al., 2022, p. 4)	Análise de regressão hierárquica; Abordagem quantitativa	Os resultados confirmam haver um efeito entre as práticas e o desempenho sustentável.
Avramov et al., (2022)	Todas as ações ordinárias da NYSE/AMEX/ Nasdaq com códigos de ações 10 ou 11 de 2002-2019	Analisar a precificação de ativos e as implicações oriundas da incerteza sobre o ESG	Dados em painel	A incerteza ESG afeta os fatores social e econômico, além do risco-retorno de forma negativa.
Barkemeyer et al., (2015)	933 relatórios GRI de 30 países	Investigar a eficiência da governança transnacional/ Investigar relatórios conforme normas GRI	Análise de conteúdo	A eficácia do relatórios GRIs possui limitações
Bartholomeu et al., (2016)	Amostra de 145 veículos	Avaliar se as estratégias tecnológicas utilizadas para reduzir a emissão de CO2 são eficientes	Simulações com dados estimados	Aliado ao uso do bicombustível seria necessário a adoção de investimentos na redução de consumo de combustíveis pelas frotas
Bassen & Kovács, (2008)	Relatório -padrão da Sociedade Alemã de Profissionais de Investimento - DVFA.	Analisar um instrumento inovador que facilita a quantificação e representação de dados ESG	Análise descritiva	Oferecem argumentos convincentes a favor do padrão <i>Committee on Extra-Financials</i> (DVFA) como instrumento apropriado para comunicação financeira ESG

Byun (2018)	5.087 observações de empresas-ano, de 1992 a 2009, com 584 empresas únicas.	Analisar o efeito de divulgação de notícias atividades em RSC e RSE	Estatística Descritiva	Mostram que a divulgação de atividades em RSC e RSE promovem benefícios para a empresa e para os acionistas, principalmente as que se relacionam com a comunidade local
Canela & Marietto, (2018)	Empresas do ISE - 2005 a 2009	Explorar o efeito RSC no custo de capital próprio, das organizações brasileiras.	Análise de Regressão	O investimento em RSC tem relação neutra com o custo de capital
Capelle-Blancard et al., (2021)	Revisão acadêmica de 4 décadas - 1983-2019	Avaliar os efeitos dos eventos ambientais no valor de mercado das empresas	Revisão Bibliográfica - Estudo de Eventos	Evento ambiental complexo proporciona redução no valor da empresa
Carretta et al. (2011)	Empresas Italianas 2003-2007	Analisar o comportamento do investidor diante de notícias sobre GC	Estudo de Eventos	O teor e o tom das notícias influenciam a decisão dos investidores
Chauhan & Kumar, (2018)	Amostras de 630 empresas Indianas - 2007-2016	Descobrir se os investidores valorizam divulgações ESG de empresas de mercados emergentes	Análise Descritiva/Análises Multivariadas	Os investidores valorizam a divulgação de informações não financeiras
Chen & Yang, (2020)	Ações listadas na Bolsa de Valores de Taiwan ou ações de balcão - 2010-2017	Por meio da estratégia de impulso ESG, investigar o desempenho de curto e longo prazo.	Dados em Painel	Reações positivas às boas notícias e negativas às más notícias
Cheng et al., (2014)	2.439 empresas listadas publicamente de 2002 a 2009 - painel da Thomson Reuters ASSET4	Investigar se o desempenho RSC proporciona melhor acesso ao financiamento.	Dados em painel e Análise Quantitativa	O envolvimento e a transparência da RSC ajudam na redução das restrições de capital
Christensen et al., (2021)	Relatórios de empresas americanas listadas em Bolsa	Analisar o efeito de publicação de relatórios CRS	Análise qualitativa	Janelas curtas tem melhor efeito, pois no longo prazo as informações deixam de ser relevantes
Daugaard, (2020)	463 artigos e livros de 1972 a 2017	Revelar uma gama mais rica de tópicos em ESG	Revisão sistemática da Literatura	Revelou cinco temas emergentes

Derrien et al., (2023)	"Amostra global de previsões de analistas de lucros, vendas e margens em vários horizontes com dados de notícias ESG negativos" (Derrien et al., 202, p. 4).	Analisar o efeito das notícias negativas esperadas em ESG no lucro das empresas.	Análise Quantitativa	Notícias negativas afetam a expectativa de vendas futuras
Dias & Malaquias, (2021)	83 empresas brasileiras listadas na B3 e 236 reportagens - 2012-2019	Verificar a influência de notícias sobre corrupção no retorno das ações	Estudo de Eventos	Notícias sobre corrupção tem efeito negativo no retorno das ações
Egorova et al., (2022)	Indústrias de TI - Horizonte de 10 anos - banco de dados das empresas do setor de TI do terminal Bloomberg e Thomson Reuters Eikon	Analisar o impacto dos fatores ESG no retorno das ações de empresas de TI.	Métrica Q de Tobin	As práticas de sustentabilidade ambientais e sociais são mais fracas nas indústrias de TI.
Filbeck et al., (2022)	Empresas com sede nos EUA - jan de 2020 a ago. de 2020	Verificar a reação do mercado em face de doações na COVID-19	Estudo de Eventos	Existe uma reação positiva do mercado às notícias de filantropia na COVID-19
Gabriel & Feil, (2019)	18 Empresas, com maior faturamento, que compõem o ISE de 2016	Analisar a relação entre os investimentos ambientais, sociais e econômicos das empresas do ISE de 2016	Quantitativa, descritiva e pesquisa documental	O desempenho ambiental se destaca nos setores de combustível, alimentício e de extração de recursos naturais. O desempenho social mostrou-se superior nos setores de transportes e de energia elétrica e, na economia, as organizações do setor financeiro tiveram um melhor desempenho.
Garcia et al., (2017)	Empresas do Brasil, Rússia, Índia, China e África DO Sul - 2010-2012	Analisar se o desempenho em RSC de empresas sensíveis é superior ao desempenho das demais empresas	Regressões lineares com um painel de dados	As empresas sensíveis possuem um grau maior de desempenho ambiental, que as demais empresas
Ghouma & Hewitt, (2019)	Amostra de ações do pecado listadas nos EUA -2012-2015	Verificar se as empresas controversas utilizam ou não atividades de lobby e se estas práticas afetaria seu desempenho financeiro	Estatística Descritiva	As empresas do pecado investem mais em atividades de lobby, já que suas práticas contrariam a RSC.

Hartzmark & Sussman, (2019)	482 participantes	Examinar as preferências de sustentabilidade no mercado de fundos mútuos dos EUA.	A amostra são da classificação Morningstar	Os fundos de alta sustentabilidade não suplantam os de baixa sustentabilidade.
Hkiri et al., (2021)	"11 mercados da região MENA (Abu-Dhabi, Bahrein, Dubai, Egito, Israel, Jordânia, Líbano, Marrocos, Omã, Arábia Saudita e Tunísia). de 18 de março de 2005 a 18 de março de 2016, para um total de 2.871 preços diários de ações". (Hkiri et al., 2021, p. 4)	Analisar o efeito da Primavera Árabe na eficiência de mercado MENA	Análise WTMM; método MF-DFA e a Janela móvel sobreposta	Os fatores políticos interferem na HEM
Holthausen & Watts, (2001)	Artigos que versam sobre as Teorias da Contabilidade e padrões contábeis -1927-1993	"Avaliamos criticamente as inferências de estabelecimento de padrões que podem ser extraídas de estudos de pesquisa de valor relevante" (Holthausen & Watts, 2001, p. 3)	Revisão Bibliográfica	A perenidade dos ganhos com a divulgação de notícias positivas e a transitoriedade das perdas com notícias negativas deve-se ao fato de que as notícias negativas afetam o momento atual.
Jo & Na, (2012)	Empresas controversas dos Estados Unidos - 1991-2010	Examinar "a relação entre responsabilidade social corporativa (RSE) e risco empresarial em setores industriais controversos" (Jo & Na, 2012, p. 1).	Estatística Descritiva e Correlação Bivariada	"O envolvimento na RSC afeta inversamente o risco da empresa após controlar várias características da empresa" (Jo & Na, 2012, p. 1)
Ketola (2022)	40 empresas cotadas em bolsa - 2013-2020	Examinar se a publicação de notícias ESG afetam o mercado nórdico. E também qual fator ESG afeta de forma mais relevante.	Estudo de eventos	Notícias negativa têm efeito negativo significativo e as notícias positivas não afetam o retorno da ações.
Khanal et al., (2014)	Empresas de biocombustíveis listadas nos EUA - (2010-2012)	Examinar o efeito das fusões e aquisições no preço das ações	Estudo de Eventos	O setor de biocombustível tem sido ampliado com maior conscientização ambiental e mais regulações governamentais

Klepacki et al., (2021)	16 voivodias na Polônia - 2016-2019	Investigar os determinantes de investimentos em energias renováveis em áreas rurais e próprias do governo polonês.	"Métodos descritivo, tabular, gráfico, coeficiente de concentração de Gini, curva de concentração de Lorenz, coeficiente de correlação tau de Kendall e coeficiente de correlação de postos de Spearman" (Klepacki et al., 202, p. 1).	Devido à alta dependência da Polônia de hulha e de carvão castanho o nível de investimento em fontes renováveis de energia é baixo e o processo de mudança é lento
Knizhnikov et al., 2021	41 empresa de mineração e metal da Rússia 2016-2019	"Examinar o estado atual e os impulsionadores da transparência ambiental no setor de mineração e metais da Rússia" (Knizhnikov et al., 2021, p. 1)	Análise Descritiva	Empresas com presença na bolsa de valores possuem mais transparência nas informações ambientais. Porém, a listagem em bolsas internacionais, não assegura a mesma transparência ambiental.
Larsen & Thorsrud, (2019)	Corpus do jornal de negócios da Noruega, o Dagens Næringsliv (2004-2014)	Examinar o efeito das notícias nas alterações econômicas	Modelo Estatístico de Tópicos	Inovações nos preços dos ativos relacionados a notícias ruidosas têm efeitos positivos apenas temporários
Li et al., (2014)	Empresas listadas no China Securities Index (CSI 100)	Investigar o efeito de notícias nos mercados de ações	Análise Quantitativa	Os investidores reagem de forma diferente às notícias públicas.
Li et al., (2022)	COVID19 - Empresas listadas não financeiras, com ações A, na China em, 2020	Investigar a relação ESG e preços das ações durante a pandemia do COVID-19.	Estudo de Eventos	O desempenho ESG teve reflexo significativo e de forma assimétrica nos retornos anormais durante a pandemia

Lillo et al., (2015)	Conjunto de investidores da Nokia - 2002 a 2008	"Investigamos o comportamento de negociação de um grande conjunto de investidores individuais negociando ações altamente líquidas da Nokia no período de 2003 a 2008 com o objetivo de determinar o papel relativo de fatores endógenos e exógenos que podem afetar seu comportamento" (Lillo et al., 2015, p. 213).	Análise de autorregressão vetorial.	"Ao realizar uma análise de autorregressão vetorial (VAR), mostramos que o fluxo de notícias do dia anterior afeta a atividade de negociação de empresas, famílias e investidores estrangeiros e a dinâmica da volatilidade" (Lillo et al., 2015, p. 213).
Lima et al., (2020)	Programas Brasileiros para geração de energias renováveis	Revisar a expansão de uso de energia renovável em atendimento ao Programa de Contribuições Nacionalmente Determinadas Pretendidas	Análise Descritiva	É essencial ampliar fontes de energia renováveis no Brasil.
Liston, (2016)	Ações de empresas do pecado - janeiro de 1988 a junho de 2009	Examinar se o sentimento do investidor afeta o retorno nas indústrias de álcool, tabaco e jogos de azar	Estatística Descritiva; Regressões	Tanto o sentimento do investidor individual quanto o institucional são fatores intervenientes nos retornos das ações
Long et al., (2022)	Ações no mercado Chines -2013-2017	Verificar a propensão de preços de ações no mercado chinês	Software Python	A conclusão é de que as notícias exercem influência na previsão de preços de ações
Lopez et al., (2022)	Empresas Espanholas -2011-2019	Mostrar se uma estratégia contínua em RSC influencia na lucratividade das empresas no longo prazo	Métodos econométricos regressivos, autoregressivos e de média móvel.	Estratégias focadas em responsabilidade social são diretamente proporcionais ao aumento do preço da ação nas empresas espanholas
Ludwig & Sassen (2022)	56 artigos	Quais as estratégias de Governança estimulam ações de sustentabilidade	Revisão Bibliográfica	O tamanho do conselho, sua independência e diversidade são relevantes
Luo, Di, (2022)	julho de 2003 a dezembro de 2020 - Ações no Reino Unido	Examinar o efeito da pontuação ESG nos retornos das ações no Reino Unido.	Análise Quantitativa	O resultado obtido mostra que cada fator é relevante para os retornos das ações. A relação é inversa entre empresas com alto e baixo ESG

MacKinlay, (1997)	Artigos diversos, que versam sobre Estudos de Eventos	Analisar os efeitos de Estudos de Eventos	Revisão Bibliográfica	Para se evitar tendências relacionadas a alterações de preços nas ações por outros fatores, é importante que a janela de eventos seja curta em torno da notícia.
Melo et al., (2013)	72 empresas	"Investigar a contribuição da Governança Corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto registradas na BM&FBOVESPA" (Melo et al., 2013, p.79).	MANOVA	Conclui-se que a Governança é importante para o desempenho corporativo
Nacem et al., (2022)	305 empresas de países desenvolvidos e 78 empresas de países emergentes -2009-2019	Analisar o desempenho financeiro das práticas em ESG nas indústrias ambientalmente sensíveis de mercados emergentes e desenvolvidos.	Estatística Descritiva Regressão	Práticas ESG impactam o desempenho financeiro das empresas ambientalmente sensíveis.
Naumer & Yurtoglu,(2022)	Grandes empresas europeias e americanas - 2006-2016	Examinar o impacto de notícias ESG nos custos de financiamento	Análise Quantitativa	Notícias ESG são relevantes para os custos de refinanciamento das empresas.
Pedersen et al., (2021)	Informações contábeis -janeiro de 1963 a março de 2019	Propor uma teoria com duas funções, para cada fator ESG.	Estatística Descritiva	Sugerem que o modelo apresentado pode ajudar no investimento responsável.
Pereira et al., (2020)	Empresas do ISE-2010 a 2013	Efeito da divulgação de Relatórios Socioambientais na relação entre desempenho social e financeiro	Regressão de dados em painel	A divulgação de Relatórios não produz efeitos entre as variáveis de desempenho social e financeiro

Polat et al. (2023)	Preços diários de cinco MSCI Climate Change Índices (EUA, EMU, Japão, Europa e Ásia-Pacífico) coletados de Refinitiv 2020-2022	Explorar a conexão das notícias da mídia sobre o Covid-19 e o Índice MSCI para identificar o papel do MSCI na volatilidade e retorno de ações	"Aplicamos duas metodologias para medir o tempo e a frequência conectividade baseada usando o vetor de parâmetro variável no tempo modelo autorregressivo (TVP-VAR) (Antonakakis et al., 2020) e o abordagem de frequência (Ellington e Barunik, 2020)" (Polat et al., 2023, p. 3)	A variação na volatilidade depende de fatores regionais
Redecker & Trindade, (2021)	Empresas com emissões de relatórios de 1990 a 2019	Propor uma reflexão sobre as práticas de ESG nas empresas de capital aberto.	Estudo Teórico sem testes quantitativos	As práticas ESG têm impactos econômicos positivos.
Rehman et al., (2021)	Retornos diários ESG, para os índices Morgan Stanley Capital International e índices compostos MSCI dos respectivos países do BRICS - 13 de julho de 2013 a 28 de fevereiro de 2018	Investigar a integração de índices ESG com índices convencionais no Brasil, e dos países do (BRICS)	Teste de cointegração de Johansen; o modelo decorreção de erro vetorial; análise de decomposição de variância	"Os resultados sugerem que todos os índices de ações ESG estão integrados aos índices convencionais em todos os países do BRICS" (Rehman et al., 2021, p. 1)
Rezende et al., (2008)	Empresas do ISE, Ibovespa, IBRxe IGC -2005-2007	Comparar o Retorno médio do ISE, Ibovespa, IBRxe IGC	Teste t	Não houve diferença entre o retorno do ISE e demais índices convencionais

Riaz et al., (2022)	114 empresas do índice S&P/ASX 300, - 1997 e 2006	Examinar "como a adoção de um padrão internacional de relatórios, o IFRS, impacta a transparência quando os principais players fazem a transição para um sistema digital internacional de divulgação de informação" (Riaz et al., 2022, p. 151).	Estatística Descritiva	A adesão à mecanismos de digitalização e a instituição de políticas regulatórias governamentais contribuem para uma maior transparência corporativa.
Ritchie & Dowlatabadi, (2014)	Uma universidade canadense -2006-2013	Examinar os impactos de emissões de carbono nas decisões de investimento.	Metodologia SIC - Estudo de caso sobre Universidade do Canadá	"Grandes fundos comuns que optem por desviar os seus investimentos de grandes emissores de carbono podem ter um impacto menor do que seria de outra forma esperado" (Ritchie & Dowlatabadi, 2014, p. 132) .
Rudkin & Cai, (2023)	Inclusão de empresas no Índice Dow Jones de Sustentabilidade - 2005 a 2021 - Empresas dos Estados Unidos	Estudar os efeitos da inclusão de empresa do DJSI usando dados até 2021	Estatística Descritiva - Método Gsynth	Concluíram que em <i>DJSI Additions</i> os retornos anormais positivos com aumento da persistência ao longo do tempo são a prevalência
Sabbaghi (2022)	Mercados de ações dos Estados Unidos - abr de 2015 a set de 2019	Investigar o efeito de notícias sobre o risco de empresas ESG	Estatística Descritiva	O impacto das notícias negativas sobre a volatilidade das empresas ESG é maior, em comparação com notícias positivas
Santi (2023)	43.445 postagens climáticas trocadas no StockTwits de janeiro de 2010 a setembro de 2019 por 12.364 usuários únicos	Avaliar a interferência do clima do investidor sobre informações de mudanças climáticas e aquecimento global	Nuvem de Palavras e Dados em Painel	Se o clima do investidor é positivo ele reage melhor às informações de empresas com baixa emissão de carbono

Sahut & Pasquino-Descomps (2015)	Mercado de ações da Suíça, dos Estados Unidos e Reino Unido - 2007-2011	Investigar o impacto de informações ESG no retorno de ações nos mercados da Suíça, dos Estados Unidos e Reino Unido - 2007-2011	Estatística Descritiva	Alterações foram percebidas de forma mais significativa no Reino Unido.
Serafeim & Yoon, (2022)	109.014 observações (ESG), do dia da empresa para 3.109 empresas - jan 2010 a jun 2018	Analisar a reação do investidor diante das notícias ESG	Estudo de eventos	A reação do investidor leva em consideração o aspecto financeiro sendo maior para as notícias positivas
Sevirino & Tardin, (2021)	1.081 observações de empresas brasileiras listadas na B3 entre 2010 e 2017	Analisar a relação entre RSC e agressividade fiscal	Abordagem quantitativa, descritiva e longitudinal	Estas empresas estão mais atentas aos fatores de corrupção, danos ambientais e desrespeito aos direitos humanos do que com a agressividade fiscal
Shahab et al., (2022)	Amostra global de empresas durante 2002-2019	Avaliar como as diferentes estratégias de governança impactam na produção de resíduos.	Estatística Descritiva e Análise Quantitativa	O tamanho do conselho proporciona alteração positiva na quantidade de resíduos. Já, a diversidade de gênero no conselho proporciona uma diminuição na geração de resíduos
Xu et al., (2022)	Amostra transnacional das 500 maiores empresas familiares combinadas com uma amostra de empresas não familiares de 2009 a 2018	Investigar impacto da RSC na desempenho corporativo e se há diferença no impacto entre empresas familiares e não familiares	Estatística Descritiva	Verificou-se que a RSC auxilia na relação desempenho e governança corporativa. Nas empresas familiares é mais acentuada.

Yu e Van Luu, (2021)	1.963 empresas large cap sediadas em 49 países	Examinar a influência dos mercados globais na divulgação ESG	Análise Quantitativa	Descobriram que a divulgação de fatores ESG das empresas impacta mais do que os fatores políticos e de governança dos países
Yu et al., (2023)	Empresas chinesas listadas no período 2010-2020	Examinar se o sentimento ESG afeta a performance da empresa e a ameaça de queda de preço das ações no mercado de capital chinês.	Testes de robustez, de testes de heterogeneidade transversal	Testes de mecanismos detectaram, que haverá menos risco de queda de preço das ações, quanto menores os acontecimentos negativos.
Zanatto et al., (2023)	Empresas Potuguesas - 2005-2022	Analisar o impacto de notícias ESG na volatilidade das ações	Método GARCH	As notícias ESG não influenciam na volatilidade em momentos de crise.

Fonte: Elaborada pela autora.

APÊNDICE B: Estudos de Eventos – Notícias sobre Ambiente com Janela de Estimação de 60 dias

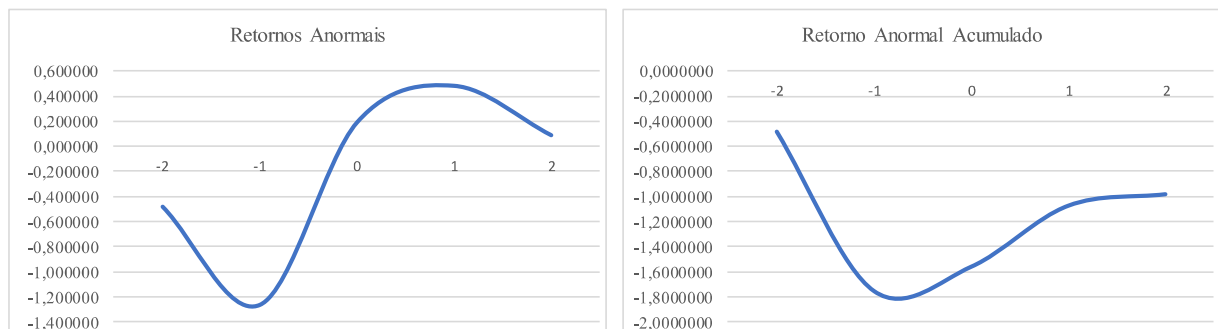
Na tabela 11 são considerados as notícias sobre Ambiente com tom negativo.

Tabela 11 – Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Negativo – Janela de Estimação de 60 dias

Retornos Anormais Médios - Ambiente - Tom Negativo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,483650	0,381	0,475	-0,4836500
-1	-1,268958	0,036	0,016	-1,7526080
0	0,194151	0,660	1,000	-1,5584567
1	0,486830	0,184	0,123	-1,0716263
2	0,090394	0,823	0,710	-0,9812328

Os gráficos dos retornos médios e retornos acumulados sobre Ambiente são apresentados na Figura 10.

Figura 10 – Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Negativo – 60 dias



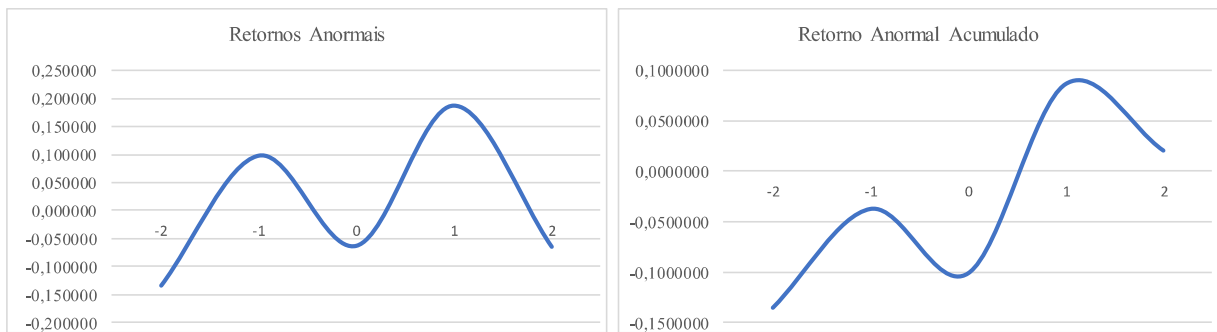
Na tabela 12 são considerados os eventos com tom positivo.

Tabela 12 – Retornos Anormais - Notícias sobre Ambiente com tom Positivo – Janela de Estimação de 60 dias

Retornos Anormais Médios - Ambiente - Tom Positivo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulad o
-2	-0,135305	0,297	0,135	-0,1353054
-1	0,097939	0,491	0,520	-0,0373667
0	-0,063731	0,636	0,693	-0,1010974
1	0,187501	0,156	0,372	0,0864039
2	-0,065853	0,581	0,456	0,0205509

Os gráficos dos retornos médios e retornos acumulados sobre Ambiente são apresentados na Figura 11.

Figura 11 – Retornos Anormais e Retornos Anormais Acumulados - Ambiente com tom Positivo – 60 dias



Os resultados foram equivalentes para as janelas de estimação de 120 e de 60 dias tanto para as notícias negativas quanto para as notícias positivas.

APÊNDICE C: Estudos de Eventos – Notícias sobre Governança com Janela de Estimação de 60 dias

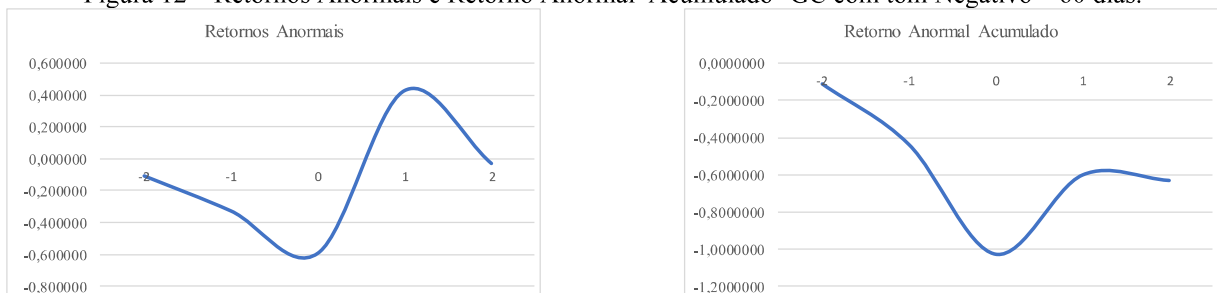
A tabela 13 apresenta os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância para uma janela de estimação de 60 dias para as notícias sobre Governança com tom negativo.

Tabela 13 – Retornos Anormais - Notícias sobre GC com tom Negativo – Janela de Estimação de 60 dias.

Retornos Anormais Médios - GC - Tom Negativo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,108018	0,608	0,278	-0,1080176
-1	-0,326905	0,371	0,487	-0,4349223
0	-0,593231	0,098	0,073	-1,0281535
1	0,427988	0,039	0,247	-0,6001652
2	-0,029692	0,889	0,794	-0,6298575

O gráfico dos retornos médios sobre Governança, para a janela de estimação de 60 dias é apresentado na Figura 12.

Figura 12 – Retornos Anormais e Retorno Anormal Acumulado- GC com tom Negativo – 60 dias.



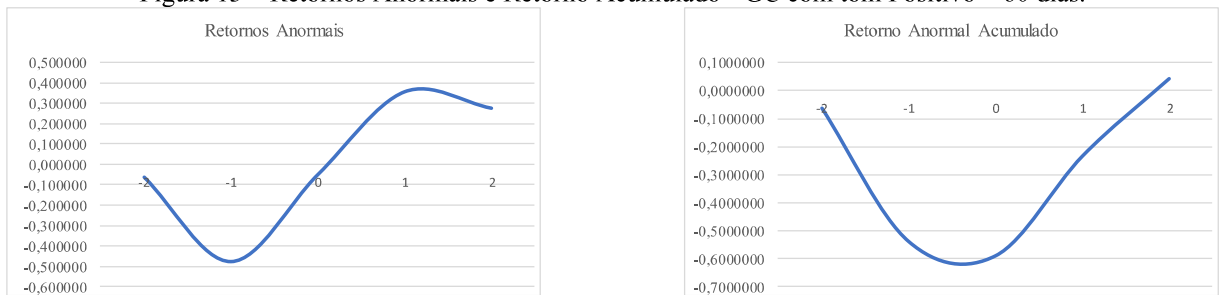
Na tabela 14 são apresentados os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância para as notícias de governança com tom positivo.

Tabela 14 – Retornos Anormais - Notícias sobre GC com tom Positivo – Janela de Estimação de 60 dias.

Retornos Anormais Médios - GC - Tom Positivo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,062694	0,754	0,275	-0,0626935
-1	-0,476763	0,005	0,005	-0,5394564
0	-0,049790	0,860	0,551	-0,5892459
1	0,356188	0,149	0,071	-0,2330583
2	0,276040	0,225	0,073	0,0429815

Os respectivos gráficos dos retornos anormais e retorno acumulado sobre Governança, para a janela de estimação de 60 dias são apresentados na Figura 13.

Figura 13 – Retornos Anormais e Retorno Acumulado - GC com tom Positivo – 60 dias.



Os resultados são equivalentes aos resultados da análise para a janela de 120 dias.

APÊNDICE D: Estudos de Eventos – Notícias sobre Social com Janela de Estimação de 60 dias

A tabela 15 apresenta os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância referentes a cada dia da janela de eventos para uma janela de estimação de 60 dias. Nessa tabela são considerados as notícias sobre o fator Social com tom negativo.

Tabela 15 – Retornos Anormais Médios - Notícias sobre Fator Social com tom Negativo – Janela de Estimação de 60 dias.

Retornos Anormais Médios - Social - Tom Negativo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	0,227845	0,431	0,583	0,2278446
-1	-0,341638	0,282	0,170	-0,1137929
0	0,037750	0,926	0,446	-0,0760426
1	0,402061	0,204	0,438	0,3260188
2	0,169044	0,519	0,698	0,4950624

Os gráficos dos retornos anormais e retorno acumulado sobre a dimensão Social, para a janela de estimação de 60 dias são apresentados na Figura 14.

Figura 14. Retornos Anormais e Retorno Anormal Acumulado - Social com tom Negativo - Janela de Estimação de 60 dias.



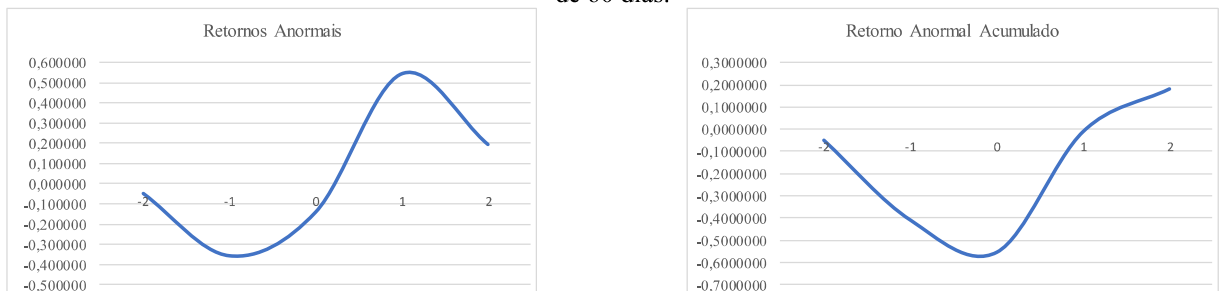
Na tabela 16 são apresentados os resultados dos testes para os retornos anormais e os testes de significância, considerando as notícias de aspecto Social com tom positivo.

Tabela 16 – Retornos Anormais Médios - Notícias sobre Fator Social com tom Positivo – Janela de Estimação de 60 dias.

Retornos Anormais Médios - Social - Tom Positivo				
Dias	Retornos Anormais	Test-t (P-Value)	Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado
-2	-0,050702	0,833	0,119	-0,0507024
-1	-0,360801	0,085	0,019	-0,4115036
0	-0,144376	0,672	0,612	-0,5558797
1	0,543586	0,042	0,101	-0,0122937
2	0,192715	0,419	0,394	0,1804208

A Figura 15 mostra os gráficos dos retornos anormais e retorno acumulado sobre o aspecto Social.

Figura 15. Retornos Anormais e Retorno Anormal Acumulado - Social com tom Positivo - Janela de Estimação de 60 dias.



Os resultados são semelhantes aos encontrados na análise com a janela de 120 dias.