



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

**OS EFEITOS DO GERENCIAMENTO REAL DE RESULTADOS E DO RATING DE
CRÉDITO SOBRE A PERFORMANCE ESG: UM ESTUDO EM NÍVEIS
MULTIPAÍS, NACIONAL E REGIONAL**

DUTERVAL JESUKA

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Fernanda Maciel Peixoto

**Uberlândia
2025**

DUTERVAL JESUKA

**OS EFEITOS DO GERENCIAMENTO REAL DE RESULTADOS E DO RATING DE
CRÉDITO SOBRE A PERFORMANCE ESG: UM ESTUDO EM NÍVEIS
MULTIPAÍS, NACIONAL E REGIONAL**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de Concentração: Regionalidade e Gestão.

Linha de Pesquisa: Gestão Organizacional e Regionalidade

Orientadora: Profª. Drª. Fernanda Maciel Peixoto

**Uberlândia
2025**

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

J58 Jesuka, Duterval, 1989-
2025 Os Efeitos do Gerenciamento Real de Resultados e do Rating de Crédito sobre a Performance ESG: Um Estudo em Níveis Multipaís, Nacional e Regional [recurso eletrônico] / Duterval Jesuka. - 2025.

Orientador: Fernanda Maciel Peixoto.
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Administração.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2025.273>
Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Peixoto, Fernanda Maciel,1978-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

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 1F, Sala 206 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902
Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgadm@fagen.ufu.br



ATA

Programa de Pós-Graduação em:	Administração			
Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico, número 30, PPGADM			
Data:	22 de maio de 2025	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:
Matrícula do Discente:	12113ADM018			
Nome do Discente:	Duterval Jesuka			
Título do Trabalho:	OS EFEITOS DO GERENCIAMENTO REAL DE RESULTADOS E DO RATING DE CRÉDITO SOBRE A PERFORMANCE ESG: UM ESTUDO EM NÍVEIS MULTIPAÍS, NACIONAL E REGIONAL			
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão			
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade			
Projeto de Pesquisa de vinculação:	Projeto FAPEMIG, código APQ-01388-22			

Reuniram-se na sala 223, bloco 1F, Campus Santa Mônica, da Universidade Federal de Uberlândia, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias (UFU), Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira (UFU), Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza (UFMG), Prof. Dr. Herbert Kimura (UnB) e Profª. Drª. Fernanda Maciel Peixoto (UFU), orientadora do candidato. Ressalta-se que o Prof. Dr. Herbert Kimura e o Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza participaram da defesa por meio de webconferência e os demais membros da banca do aluno participaram *in loco*.

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

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

Aprovado

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

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 **Fernanda Maciel Peixoto, Professor(a) do Magistério Superior**, em 02/06/2025, às 14:10, 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 **Rodrigo Fernandes Malaquias, Professor(a) do Magistério Superior**, em 02/06/2025, às 14:17, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Vinícius Silva Pereira, Professor(a) do Magistério Superior**, em 02/06/2025, às 14:43, 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 **Robert Aldo Iquiapaza, Usuário Externo**, em 02/06/2025, às 16:26, 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 **Herbert Kimura, Usuário Externo**, em 03/06/2025, às 11:20, 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 **6278626** e o código CRC **OCAD5255**.

AGRADECIMENTOS

“O reconhecimento é o início da sabedoria e do sucesso” — foi essa lição que meus pais me ensinaram e que levo comigo em cada etapa da vida.

Em 2012, deixei o Haiti com o coração cheio de sonhos e incertezas. Eu não sabia o que me aguardava, mas tinha fé em duas coisas: que realizaria o sonho de estudar fora e que Deus colocaria pessoas extraordinárias no meu caminho. Hoje, ao concluir mais uma jornada — a conquista do título de **Doutor em Administração** — reconheço que essa vitória não é só minha. Ela carrega o esforço, o carinho, a fé e a dedicação de muitos que me sustentaram ao longo dessa caminhada.

Minha gratidão, antes de tudo, é para o meu **Deus vivo**, que me escolheu, que investiu Seu amor em mim, e que tem sido minha fortaleza em cada momento. Foram incontáveis as vezes em que Ele abriu caminhos onde não havia nenhum, em que me sustentou, me ensinou a amar e a respeitar, e fez de mim quem sou hoje. A Ele, toda honra e toda glória.

Agradeço profundamente à minha **família**, que, mesmo à distância, esteve sempre presente com orações, palavras de encorajamento, apoio emocional e financeiro. Obrigado por acreditarem em mim, mesmo quando os caminhos pareciam difíceis demais. Agradecimentos eternos às minhas mães **Rosana Santé, Niva Jean e Françoise Vaval**, e ao meu amado e eterno pai **Levelt Jesuka**. Aos meus familiares queridos: **Jean-Raynold, Maxo, Roosdet, Roselande, Nerva, Phidjoulina, Fritzder, Kristie, Sara, Moise Junior, Adeline, Chantale, Beaubrun, Stanley, Valery, Vaneysa, Vivianne, Marie Carmene, minha avó Philomene**, e tantos outros que foram fundamentais nessa trajetória, meu muito obrigado.

Carrego no coração uma lembrança especial do meu tio **Moise Vaval**, que, mesmo após sua partida, continua sendo uma das minhas maiores fontes de inspiração. Foi um verdadeiro mentor e sua influência positiva me impulsionou a acreditar no meu potencial e a chegar até aqui.

E com todo o carinho do mundo, dedico um agradecimento mais que especial à **Professora Dra. Fernanda Maciel Peixoto**, minha orientadora desde o mestrado. Professora Fernanda, você não apenas acompanhou minha evolução acadêmica, mas esteve presente nas fases mais difíceis, especialmente durante a pandemia. Junto com seu esposo, **Professor Dr. André**, vocês abriram as portas de suas vidas para mim, me acolheram, me incentivaram e acreditaram no meu potencial quando eu mesmo duvidava. Você testemunhou o meu nascimento e crescimento como pesquisador, e isso me emociona profundamente. Os ensinamentos que recebi de você vão muito além da pesquisa, levo comigo seus exemplos de amizade, generosidade, humanidade e paixão pelo conhecimento. Muito obrigado por tudo.

Sou profundamente grato aos meus amigos haitianos que caminharam comigo mesmo nas horas mais difíceis. Vocês foram abrigo, incentivo e presença constante. A cada palavra de apoio e gesto de solidariedade, meu mais sincero reconhecimento.

Aos professores, colegas e gestores do **Programa de Pós-Graduação em Administração** e da **Faculdade de Gestão e Negócios**, minha admiração e reconhecimento. Obrigado pela confiança, pelas oportunidades, e por fazerem parte da minha formação intelectual e acadêmica. Não posso deixar de agradecer, meu grande amigo Miguel Hernandes Jr. que a vida acadêmica me deu, como exemplo de amizade e parceria.

A todos os professores que contribuíram com esse trabalho e compartilharam comigo seus saberes: a academia é melhor por causa de pessoas como vocês.

Agradeço também aos **meus parceiros da TrendPrix**, com quem compartilho não apenas projetos e ideias, mas também aprendizados valiosos. Vocês contribuíram imensamente para o meu crescimento como pesquisador e como profissional, e sou grato por essa jornada conjunta. Finalizo com o coração cheio de gratidão. Esta conquista não é apenas um diploma, é a celebração de cada pessoa, cada gesto e cada palavra que me trouxe até aqui.

“Management is doing things right; leadership is doing the right things.”

“Gerenciar é fazer as coisas da maneira certa; liderar é fazer a coisa certa.” (Peter Drucker - Harper Business, 1993)

“A worthier purpose of economy is not the accumulation of wealth, but the elevation of humanity.”

“Um propósito mais nobre da economia não é a acumulação de riqueza, mas a elevação da humanidade.”

(John Stuart Mill - Principles of Political Economy, 1848.)

RESUMO

Contextualização: A crescente demanda por práticas empresariais sustentáveis tem colocado o ESG (ambiental, social e governança) no centro das atenções de acadêmicos, investidores, reguladores e da sociedade em geral. Paralelamente, o uso de estratégias de gerenciamento real de resultados (REM) pelas empresas levanta preocupações sobre a autenticidade das informações divulgadas. Nesse contexto, compreender como práticas contábeis e avaliações de crédito afetam o desempenho ESG, considerando as especificidades institucionais e regionais, torna-se essencial para a promoção de uma governança mais ética e transparente.

Objetivo: Esta tese teve como objetivo investigar os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* de crédito – representado pelo *rating* soberano e pelo *rating* corporativo – sobre a performance ESG das empresas, considerando diferentes contextos institucionais e regionais.

Método: A pesquisa foi estruturada em dois ensaios empíricos com abordagens complementares. O primeiro, com perspectiva internacional, analisou empresas de 11 países ao longo de 16 anos por meio de modelos de regressão linear multinível, diferenciando os efeitos em países de tradição legal *Common Law* e *Civil Law*. O segundo, com foco no Brasil, utilizou modelos de dados em painel com efeitos fixos e o Método dos Momentos Generalizados (GMM) para mitigar endogeneidade. A análise incluiu 542 companhias brasileiras, com destaque para uma subamostra de 117 empresas com atuação nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul.

Resultados: Os principais resultados indicam que o REM impacta significativamente a performance ESG, com variações conforme o contexto institucional. Internacionalmente, o REM reduziu o desempenho ESG, sobretudo em países de *Common Law*, enquanto em países de *Civil Law* elevou artificialmente os indicadores. O *rating* soberano teve papel moderador, atenuando os efeitos negativos do REM. No Brasil, o REM teve efeito positivo nos pilares ambiental e social, mas reduziu a qualidade da governança. O *rating* corporativo contribuiu para o fortalecimento dos três pilares do ESG, embora sua interação com o REM tenha resultado em impactos negativos. Regionalmente, observou-se que nas mesorregiões de influência da UFU, o REM reduziu a performance ESG, enquanto nas demais regiões o efeito foi positivo.

Aderência à Área de Concentração e à Linha de Pesquisa: A pesquisa se alinha à área de concentração “Regionalidade e Gestão” por explorar a influência dos contextos institucionais e regionais sobre a governança empresarial e a sustentabilidade.

Impacto e Caráter Inovador na Produção Intelectual: A tese apresenta caráter inovador ao integrar teorias da agência, dos stakeholders e da sinalização para explicar os efeitos do REM e dos ratings sobre a performance ESG em múltiplos contextos. A distinção entre os efeitos em países com diferentes tradições legais e entre regiões brasileiras, além do efeito moderador do rating na relação entre o gerenciamento real de resultados e performance ESG, oferece uma contribuição teórica original para os estudos em finanças e sustentabilidade corporativa.

Impacto Econômico, Social e Regional: Os achados oferecem subsídios relevantes para gestores, investidores e reguladores no fortalecimento da governança e da transparéncia corporativa. O estudo pode gerar relatórios, comunicados e recomendações para empresas e

instituições interessadas na avaliação da autenticidade das práticas ESG. Também contribui para o desenvolvimento de políticas públicas mais eficazes, voltadas ao combate à manipulação contábil e à promoção de práticas sustentáveis.

Implicações Regionais: A análise específica das mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul - áreas de influência direta da UFU - permite entender como a localização influencia a sustentabilidade empresarial. Os resultados podem apoiar iniciativas de desenvolvimento regional, especialmente aquelas voltadas ao fortalecimento institucional e à atração de investimentos sustentáveis.

Objetivos de Desenvolvimento Sustentável Atendidos na Pesquisa: Em consonância com a Agenda 2030 da ONU, o estudo contribui para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) 8 (Trabalho decente e crescimento econômico), 12 (Consumo e produção responsáveis), 13 (Ação contra a mudança global do clima), 16 (Paz, justiça e instituições eficazes) e 17 (Parcerias e meios de implementação), ao propor práticas e estruturas que fomentem a sustentabilidade, a integridade e a governança corporativa.

Palavras-chave: Performance ESG; Rating Corporativo; Rating Soberano; *Real Earnings Management*; Regionalidade.

ABSTRACT

Contextualization: The growing demand for sustainable business practices has placed ESG performance (environmental, social, and governance) at the center of attention for academics, investors, regulators, and society at large. At the same time, the use of real earnings management (REM) strategies by companies raises concerns about the authenticity of disclosed information. In this context, understanding how accounting practices and credit ratings affect ESG performance - while considering institutional and regional specificities - becomes essential for promoting more ethical and transparent governance.

Objective: This thesis aimed to investigate the effects of real earnings management and credit ratings - represented by sovereign and corporate ratings - on companies' ESG performance, considering different institutional and regional contexts.

Method: The research was structured in two empirical essays with complementary approaches. The first, with an international perspective, analyzed companies from 11 countries over 16 years using multilevel linear regression models, distinguishing effects in countries with Common Law and Civil Law traditions. The second, focused on Brazil, applied panel data models with fixed effects and the Generalized Method of Moments (GMM) to mitigate endogeneity. The analysis included 542 Brazilian companies, with a subsample of 117 firms operating in the mesoregions of Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, South Goiás, and East Mato Grosso do Sul.

Results: The main results indicate that REM significantly impacts ESG performance, with variations depending on the institutional context. Internationally, REM reduced ESG performance, especially in Common Law countries, while in Civil Law countries, it artificially increased ESG indicators. Sovereign ratings played a moderating role, mitigating REM's negative effects. In Brazil, REM positively affected the environmental and social pillars but reduced governance quality. Corporate ratings strengthened all three ESG pillars, although their interaction with REM led to negative outcomes. Regionally, in the mesoregions under UFU's influence, REM reduced ESG performance, whereas in other regions, the effect was positive.

Alignment with the Area of Concentration and Research Line: The study aligns with the area of concentration "Regionality and Management" by exploring the influence of institutional and regional contexts on corporate governance and sustainability.

Impact and Innovative Nature in Intellectual Production: The thesis presents an innovative approach by integrating agency, stakeholder, and signaling theories to explain the effects of REM and ratings on ESG performance across multiple contexts. The distinction between the effects in countries with different legal traditions and among Brazilian regions, as well as the moderating effect of the rating on the relationship between real earnings management and ESG performance, offers an original theoretical contribution to the fields of finance and corporate sustainability.

Economic, Social, and Regional Impact: The findings provide relevant insights for managers, investors, and regulators to strengthen corporate governance and transparency. The study can generate reports, briefs, and recommendations for companies and institutions interested in assessing the authenticity of ESG practices. It also contributes to more effective public policies aimed at reducing accounting manipulation and fostering sustainable practices.

Regional Implications: The analysis of the Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, South Goiás, and East Mato Grosso do Sul mesoregions - areas under UFU's direct influence - helps understand how geographic location affects corporate sustainability. The findings may support regional development initiatives, particularly those promoting institutional strengthening and attracting sustainable investments.

Sustainable Development Goals Addressed: Aligned with the UN's 2030 Agenda, the study contributes to SDGs 8 (Decent work and economic growth), 12 (Responsible consumption and production), 13 (Climate action), 16 (Peace, justice, and strong institutions), and 17 (Partnerships for the goals) by proposing practices and frameworks that foster sustainability, integrity, and corporate governance.

Keywords: ESG Performance; Corporate Rating; Sovereign Rating; Real Earnings Management; Regionality.

RÉSUMÉ

Contextualisation : La demande croissante pour des pratiques commerciales durables a placé la performance ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) au centre des préoccupations des universitaires, investisseurs, régulateurs et de la société en général. Parallèlement, l'utilisation par les entreprises de stratégies de gestion réelle des résultats (REM) soulève des inquiétudes quant à l'authenticité des informations divulguées. Dans ce contexte, comprendre comment les pratiques comptables et les notations de crédit influencent la performance ESG, en tenant compte des spécificités institutionnelles et régionales, devient essentiel pour promouvoir une gouvernance plus éthique et transparente.

Objectif : Cette thèse vise à analyser les effets de la gestion réelle des résultats et des notations de crédit - représentées par la notation souveraine et la notation d'entreprise - sur la performance ESG des entreprises, en prenant en compte différents contextes institutionnels et régionaux.

Méthode : La recherche s'est structurée en deux essais empiriques complémentaires. Le premier, à portée internationale, a examiné des entreprises de 11 pays sur une période de 16 ans, à l'aide de modèles de régression linéaire multiniveaux, en différenciant les effets selon les traditions juridiques (Common Law vs. Civil Law). Le second, centré sur le Brésil, a utilisé des modèles en panel avec effets fixes et la Méthode des Moments Généralisés (GMM) pour atténuer l'endogénéité. L'analyse a porté sur 542 entreprises brésiliennes, dont un sous-échantillon de 117 sociétés opérant dans les mésorégions du Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, sud de Goiás et est du Mato Grosso do Sul.

Résultats : Les principaux résultats indiquent que la gestion réelle des résultats influence significativement la performance ESG, avec des variations selon le contexte institutionnel. À l'international, le REM a réduit la performance ESG, surtout dans les pays de Common Law, tandis que dans les pays de Civil Law, il a artificiellement augmenté les indicateurs. La notation souveraine a joué un rôle modérateur en atténuant les effets négatifs du REM. Au Brésil, le REM a eu un effet positif sur les piliers environnemental et social, mais a réduit la qualité de la gouvernance. La notation d'entreprise a renforcé les trois piliers de l'ESG, bien que son interaction avec le REM ait produit des effets négatifs. Au niveau régional, dans les mésorégions sous influence de l'UFU, le REM a réduit la performance ESG, alors qu'il a eu un effet positif ailleurs.

Alignement avec l'Axe de Recherche et la Ligne Thématique : La recherche s'inscrit dans l'axe "Régionalité et Gestion", en explorant l'influence des contextes institutionnels et régionaux sur la gouvernance et la durabilité des entreprises.

Impact et Caractère Innovant dans la Production Intellectuelle: The thesis presents an innovative approach by integrating agency, stakeholder, and signaling theories to explain the effects of REM and ratings on ESG performance across multiple contexts. The distinction between the effects in countries with different legal traditions and among Brazilian regions, as well as the moderating effect of the rating on the relationship between real earnings management and ESG performance, offers an original theoretical contribution to the fields of finance and corporate sustainability.

Impact Économique, Social et Régional : Les résultats fournissent des éléments utiles aux gestionnaires, investisseurs et régulateurs pour renforcer la gouvernance et la transparence des

entreprises. L'étude peut donner lieu à des rapports, notes techniques et recommandations pour les institutions intéressées par l'évaluation de l'authenticité des pratiques ESG. Elle soutient également l'élaboration de politiques publiques plus efficaces, orientées vers la réduction des manipulations comptables et la promotion de pratiques durables.

Implications Régionales : L'analyse spécifique des mésorégions du Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, sud de Goiás et est du Mato Grosso do Sul - zones d'influence directe de l'UFU - permet de comprendre comment la localisation géographique affecte la durabilité des entreprises. Les résultats peuvent appuyer des initiatives de développement régional, notamment en matière de renforcement institutionnel et d'attraction d'investissements durables.

Objectifs de Développement Durable Visés par la Recherche : En cohérence avec l'Agenda 2030 des Nations Unies, l'étude contribue aux ODD 8 (Travail décent et croissance économique), 12 (Consommation et production responsables), 13 (Lutte contre les changements climatiques), 16 (Paix, justice et institutions efficaces), et 17 (Partenariats pour la réalisation des objectifs), en proposant des pratiques et des structures favorisant la durabilité, l'intégrité et la gouvernance d'entreprise.

Mots-clés : Performance ESG; Notation d'entreprise; Notation souveraine; Gestion réelle des résultats; Régionalité.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução da adoção das práticas ESG nos países de 2002 a 2023 62

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estudos Empíricos sobre o gerenciamento de resultados, rating soberano e performance ESG	45
Tabela 2: Variáveis do Estudo	51
Tabela 3 : Estatística Descritiva da Amostra Geral e por País	58
Tabela 4: Estatística descritiva da amostra geral, Common Law e Civil Law	61
Tabela 5: Correlação de Pearson entre as variáveis do estudo	64
Tabela 6: Efeitos das atividades ESG sobre o Desempenho – Modelo Nulo.....	65
Tabela 7: Modelo de Gerenciamento Real de Resultados das empresas.....	67
Tabela 8: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG – Amostra Geral	71
Tabela 9: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG – Common Law versus Civil Law.....	76
Tabela 10: Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Ambiental – Common Law versus Civil Law	79
Tabela 11: Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Social – Common Law versus Civil Law.....	81
Tabela 12: Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Governança – Common Law versus Civil Law	83
Tabela 13:Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG: REM + Vs REM- .	87
Tabela 14: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental: REM + Vs REM-.....	89
Tabela 15: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Social: REM + Vs REM-91	
Tabela 16: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança: REM + Vs REM-.....	92
Tabela 17: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG – Excluindo EUA ..	96
Tabela 18- Resultados das Hipóteses do estudo.....	98
Tabela 19: Estudos anteriores sobre a relação entre o gerenciamento de resultados, rating e performance ESG no Brasil.....	119
Tabela 20: Variáveis do Estudo	123
Tabela 21: Estatística Descritiva	126
Tabela 22: Correlação de Pearson entre as variáveis do estudo	131
Tabela 23: Modelo de Gerenciamento Real de Resultados das empresas.....	133
Tabela 24: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG – Amostra Geral	135
Tabela 25: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – Amostra Geral.....	139

Tabela 26: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – Amostra Geral	144
Tabela 27: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – Amostra Geral.....	147
Tabela 28: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG – Implicação de Regionalidade.....	151
Tabela 29: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – Implicação de Regionalidade.....	155
Tabela 30: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – Implicação de Regionalidade.....	158
Tabela 31: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – Implicação de Regionalidade.....	160
Tabela 32: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG: REM + e REM-.....	164
Tabela 33: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – REM + e REM-.....	167
Tabela 34: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – REM + e REM-.....	169
Tabela 35: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – REM + e REM-.....	172
Tabela 36: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG – Implicação de Regionalidade.....	174
Tabela 37: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – Implicação de Regionalidade.....	176
Tabela 38: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – Implicação de Regionalidade.....	179
Tabela 39: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – Implicação de Regionalidade.....	181
Tabela 40: Resultados das Hipóteses do estudo 2.....	184

Sumário

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO GERAL	18
1.2 Objetivo geral e objetivos específicos	21
1.3 Justificativas	21
1.4 Contribuições.....	23
1.5 Estrutura do Trabalho	26
CAPÍTULO 2: OS EFEITOS DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DO RATING SOBERANO SOBRE A PERFORMANCE ESG: COMMON LAW Versus CIVIL LAW ...	27
2.1 INTRODUÇÃO.....	27
2.2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	30
2.2.1 Teorias e o Surgimento do Conceito ESG.....	30
2.2.2 Performance ESG e Gerenciamento de Resultados.....	35
2.2.3 Rating Soberano e Performance ESG.....	38
2.2.4 Gerenciamento de Resultados e Performance ESG: Common Law <i>versus</i> Civil Law ...	42
2.2.5 Estudos anteriores sobre gerenciamento de resultados, rating Soberano e performance ESG ..	44
2.3- METODOLOGIA	45
2.3.1 Amostra e Fonte de Dados	45
2.3.2 Variáveis do Estudo.....	46
2.3.2.1 Variáveis dependentes.....	46
2.3.2.2 Variáveis independentes.....	48
2.3.3 Modelo Econométrico	52
2. 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	54
2.4.1 Estatística Descritiva	54
2.4.2 Resultados do Modelo Nulo / Vazio sem Preditores	65
2.4.3 Resultados dos Modelos de Gerenciamento Real de Resultados	66
2.4.4 Efeito do Rating Soberano e do Gerenciamento de Resultados na Performance ESG ..	68
2.4.5 Rating Soberano, Gerenciamento de Resultados e Performance ESG: <i>Common Law versus Civil Law</i>	74
2.4.6- Teste de Robustez do Ensaio 1.....	84
2.4.7 Síntese dos Principais Resultados	97
2.5- CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
CAPÍTULO 3: GERENCIAMENTO REAL DE RESULTADOS, RATING CORPORATIVO E PERFORMANCE ESG: EVIDENCIAS NO BRASIL	102

3.1 INTRODUÇÃO.....	102
3.2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	107
3.2.1 Gerenciamento Real de Resultados e Performance ESG	107
3.2.2 <i>Rating</i> Corporativo e Performance ESG	110
3.2.3 Gerenciamento Real de Resultados, Rating Corporativo e a Performance ESG: Implicações regionais.....	115
3.2.4 Estudos anteriores sobre gerenciamento de resultados, rating de crédito e performance ESG no Brasil	118
3.3- METODOLOGIA	120
3.3.1 Amostra e Fonte de Dados	120
3.3.2 Variáveis do Estudo.....	120
3.3.3 Modelo Econométrico	124
3.4- ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	125
3.4.1 Estatísticas Descritivas e Correlação de <i>Pearson</i>	125
3.4.2 Resultados dos Modelos de Gerenciamento Real de Resultados	132
3.4.3 Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG.....	134
3.4.4 Implicações da Regionalidade.....	149
3.4.5 Teste de Robustez do Ensaio 2	161
3.4.5.1 Teste de robustez da amostra geral	163
3.4.5.2 - Teste de robustez regionalidade.....	173
3.4.6 Sínteses dos Principais Resultados	183
3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	184
CAPÍTULO 4: CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE	190
REFERÊNCIAS	194

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO GERAL

Nos últimos anos, a emergência climática tornou-se uma preocupação global, atraindo a atenção de governos, empresas e cidadãos para a responsabilidade social e ambiental (Chodnicka-Jaworska, 202; Velte, 2021). Desde a criação do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente em 1972, diversas iniciativas internacionais têm buscado enfrentar os desafios ambientais e sociais, culminando na formulação dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) pela ONU em 2015, com 169 metas voltadas ao desenvolvimento econômico sustentável (Qureshi et al., 2019; Grimaldi et al., 2020; Velte, 2021).

Os ODS tornaram-se referência na formulação de políticas públicas e estratégias empresariais, orientando decisões de investidores e gestores para equilibrar crescimento econômico, responsabilidade social e preservação ambiental (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Qureshi et al., 2019). Além disso, reforçam a necessidade de práticas corporativas que, além de maximizar o valor para os acionistas, também geram impacto positivo para *stakeholders* e para a sociedade como um todo (Haryono et al., 2016; Xu, Liu & Shang, 2021). Esse cenário impulsionou a criação de normas e regulamentos que influenciam o comportamento de empresas e governos, consolidando a sustentabilidade como um pilar essencial para a tomada de decisão e para o alcance das metas da Agenda 2030.

Na literatura financeira, as discussões sobre a sustentabilidade são realizadas na perspectiva das teorias de agência, legitimidade, *stakeholders* e de sinalização (Connelly et al., 2011; Hahn & Kühnen, 2013; Kuzy & Uyar, 2017; Ruhnke & Gabriel, 2013). Os estudos que abordam essas três teorias apresentam uma visão holística de mecanismos e iniciativas adotados pelos gestores para alinhar suas estratégias com a responsabilidade social e ambiental corporativa. Como a efetividade na aplicação dessas medidas depende da qualidade de governança das firmas, a sustentabilidade empresarial foi consolidada pela combinação dos fatores internos e externos que permitiram a emergência de dois conceitos principais: Responsabilidade Social Corporativa (CSR na sigla e inglês) e Ambiental, Social e Governança - ESG na sigla em inglês (Aslan, Poppe & Posch, 2021; Bhaskaran et al., 2020; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Miralles-Quiros et al., 2019).

Conforme a sustentabilidade vem se tornando importante, a agenda de critérios ESG vem assumindo um protagonismo na produção acadêmica. Consequentemente, encontrou-se vários estudos realizados no campo de Finanças Corporativas que apresentam as implicações da sustentabilidade nas firmas. Por exemplo, Bajaj, Kumar e Singh (2022) realizaram um estudo bibliométrico em que constataram um crescimento de estudos sobre a sustentabilidade

corporativa a partir de 2010. Por outro lado, uma visão panorâmica mostra que os estudiosos se interessam em investigar a divulgação e o desempenho ESG (Kuzey & Uyar, 2017; Xu, Liu & Shang, 2021) e sua relação com o desempenho e valor (Bhaskaran *et al.*, 2020; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Kuzey & Uyar, 2016), endividamento (Aslan, Poppe & Posch, 2021; Feng & Wu, 2021) e o risco das firmas (Chodnicka-Jaworska, 2021; Haryono *et al.*, 2016).

Vale destacar que tanto a divulgação ESG quanto o desempenho ESG abordam aspectos ambientais, sociais e de governança, porém, representam enfoques distintos. A divulgação ESG, conforme Lokuwaduge e Heenetigala (2016), refere-se ao nível de transparência da empresa na comunicação de suas práticas, englobando relatórios, diretrizes de inclusão e diversidade, além de outras informações acessíveis ao público. Sob a perspectiva da teoria da agência, essa transparência reduz a assimetria informacional, fortalecendo a relação com os *stakeholders* (Fatemi, Glaum & Kaiser, 2018; Qureshi *et al.*, 2020). Já o desempenho ESG se concentra nos impactos concretos das ações empresariais nessas três dimensões, avaliando fatores como emissões de carbono, respeito aos direitos humanos e governança corporativa. Enquanto a divulgação ESG foca na transmissão de informações, o desempenho ESG mede os efeitos reais das iniciativas adotadas e sua influência no meio ambiente e na sociedade (Li *et al.*, 2022; Pathak & Gupta, 2022).

Apesar dos avanços significativos na adoção de políticas e estratégias favoráveis a divulgação e desempenho ESG das empresas, a preocupação com o comportamento antiético dos gestores trouxe à tona a implicação das práticas de gerenciamento de resultados financeiros (Jordaan, Klerk & Villiers, 2018; Mutuc, Lee & Tsai, 2019). De acordo com Velte (2019), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gerentes utilizam seu julgamento nos relatórios financeiros e na estruturação de transações para modificar os relatórios financeiros, influenciando a percepção de algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico subjacente da empresa.

As dúvidas sobre a credibilidade e a tempestividade das informações ambientais divulgadas motivaram os estudos sobre as implicações do gerenciamento de resultados na divulgação e na performance ESG (Miralles-Quiros *et al.*, 2019; Nekhill *et al.*, 2019; Tarmuji *et al.*, 2016). As evidências encontradas sobre esta relação são inconclusivas. De um lado, alguns estudos apresentam uma relação negativa entre GR e *disclosure* ESG (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Grimaldi *et al.*, 2020, Mutuc, Lee & Tsai, 2019) enquanto isso, para outros, essa mesma relação é positiva (Jordaan, Klerk & Villiers, 2018; Velte, 2021). Portanto, a grande preocupação está relacionada ao fato de que as práticas recorrentes de gerenciamento de

resultados podem, em determinado nível, questionar a qualidade das informações sobre a performance ambiental, social e governança publicadas pelas companhias.

Na perspectiva da teoria da agência, os relatórios de classificação de risco de crédito corporativo e soberano emitidos pelas agências de *rating* podem aumentar a confiança dos investidores, uma vez que as práticas sustentáveis passam a se tornar objeto de avaliação das empresas. Chodnicka-Jaworska (2021) ressaltou que tanto os investidores individuais quanto as instituições financeiras utilizam os *ratings* para tomar decisões sobre seus investimentos e para avaliar o grau dos riscos de crédito e de inadimplência dos emissores no mercado global. A hegemonia das práticas sustentáveis nos países e organizações incentivou as agências de *rating* a avaliarem também a adoção das práticas ESG, que consequentemente exercem um efeito indireto na obtenção de crédito das empresas.

Os poucos estudos encontrados na literatura, apontam que as empresas que possuem melhor classificação de risco corporativo tendem a observar melhor desempenho ESG (Chodnicka-Jaworska, 2021; Hill, Korczak & Wang, 2018; Miiller & Martinez, 2016). Aslan, Poppe e Posch (2021) destacam que manipulando os resultados financeiros, alguns gestores conseguem obter uma boa classificação de risco, ocasionando uma redução dos custos de dívida. Assim sendo, deve-se questionar se essa classificação de risco emitida pelas agências de *rating* pode ser considerada um fator determinante da qualidade da performance ESG das empresas.

Diante desse problema de assimetria da informação, os fatores externos que não são controlados pelos gestores podem trazer legitimidade para os relatórios divulgados e sinalizar aos investidores sobre a qualidade das práticas sustentáveis adotadas pelas firmas. Dentre esses fatores, pode-se considerar a qualidade do *rating* soberano dos países (Lin, Zhang & Zhang, 2020; Ntsalaze, Boako & Alagidede, 2017), o ambiente institucional legal que pode gerar a efetividade na aplicação das normas ambientais e sociais (Godoy Tena, 2019; Salhi *et al.*, 2020) e as características regionais (Lu, Xu & Liu, 2009) dentro de um mesmo país.

Angelova *et al.* (2021) apontam que as empresas localizadas em países que possuem melhor classificação de risco soberano tendem a ter maior engajamento com a agenda de sustentabilidade, aumentando a sua performance ESG. Alguns estudos encontram que há efeitos do ambiente institucional legal no comportamento das firmas localizadas em países que adotam regime de Lei Comum e de Lei Civil (Han *et al.*, 2010; Leuz, Nanda & Wysocki, 2003; Salhi *et. al.*, 2019). Lu, Xu e Liu (2009) observaram padrões diferentes nas estratégias das empresas chinesas que foram influenciados pelas características regionais internas do país.

O contexto acima apresentado, mostra que a sustentabilidade empresarial trouxe tanto para os teóricos organizacionais quanto para o mercado, um quebra-cabeça que precisa ser desvendado olhando para as lacunas persistentes que abrem portas para o surgimento de novas pesquisas. Tais dúvidas nos levam a elencar as seguintes perguntas de pesquisa: Qual é a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG? Dada a diversidade do ambiente institucional legal no cenário global, essa relação é diferente entre os países que adotam os regimes Common Law e Civil Law? Qual é a influência do rating corporativo na relação entre o gerenciamento de resultado e o desempenho ESG? Será que as empresas localizadas em países com melhor rating soberano praticam menos gerenciamento de resultados e possuem melhor desempenho ESG? Será que as diferenças regionais dentro de um mesmo país também são refletidas nessa relação?

1.2 Objetivo geral e objetivos específicos

Para responder às perguntas acima elencadas, o objetivo geral deste trabalho é de: **Investigar os efeitos do gerenciamento de resultados e dos ratings corporativo e soberano sobre a performance ESG em níveis multipaís, nacional e regional.** Alinhando-se com este, tem-se os seguintes objetivos específicos:

- Analisar os efeitos do gerenciamento de resultados sobre a performance ESG numa perspectiva multipaíses;
- Investigar se os efeitos do gerenciamento de resultados sobre a performance ESG diferem entre os países que adotam os regimes Common Law e Civil Law;
- Investigar os efeitos do rating corporativo na relação entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG das empresas brasileiras;
- Analisar os efeitos do gerenciamento de resultados sobre a performance ESG das empresas brasileiras;
- Investigar se os efeitos do gerenciamento de resultados e do rating corporativo sobre a performance ESG diferem entre as empresas localizadas nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e do leste de Mato Grosso e o restante do Brasil.

1.3 Justificativas

Desde a criação do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente em 1972, são cinco décadas em que as iniciativas globais em favor do desenvolvimento sustentável vêm ocupando espaço nos debates em nível internacional sobre a emergência climática. Daqui a 7

anos, termina o prazo para o cumprimento das metas estabelecidas pela Organização das Nações Unidas pela agenda 2030, porém, os diversos relatórios já publicados pela ONU mostram que os 17 objetivos sustentáveis estão longe de serem atingidos. Apesar dos esforços contemplados por alguns países, por exemplo na Ásia, Sachs *et al.* (2021) mostram que a falta de um engajamento mais sólido dos países mais ricos que são os maiores poluidores do planeta, acabou prejudicando a capacidade de outros países em alcançar os objetivos de desenvolvimento sustentável.

Em um mundo dominado pelo capitalismo em que a obtenção de lucro e o enriquecimento dos acionistas são considerados os principais objetivos das empresas, os governos são uma peça fundamental na criação de políticas públicas, aprovação de normas ambientais e fazer cumpri-las para que seja efetivo o alinhamento dos interesses dos capitalistas com os ODS (Bazanini et al., 2023; Beck & Ferasso, 2023). Tais medidas podem incentivar empresas a se tornarem social e ambientalmente responsáveis, e as levam a enxergar o desenvolvimento sustentável como uma vantagem competitiva. Nesse contexto, é possível que gestores que eventualmente manipulem resultados financeiros para influenciar a percepção de alguma parte interessada também possam estar ajustando as informações divulgadas sobre a performance ESG, buscando transmitir ao mercado e à sociedade uma percepção diferente sobre seu engajamento ou alinhamento com as práticas sociais e ambientais (Mutuc, Lee & Tsai, 2019). O ambiente legal institucional pode ser um fator de extrema importância para aumentar o monitoramento efetivo desses comportamentos antiéticos dos gestores, garantindo a fidedignidade e a legalidade das informações publicadas pelas firmas.

Neste cenário de assimetria de informações, este estudo se justifica pela necessidade de preencher as lacunas existentes na literatura sobre as implicações do ambiente institucional legal e de fatores não controlados pelos gestores sobre o gerenciamento de resultados financeiros e a performance ESG. Há um grande apelo da literatura para discutir as principais teorias financeiras dentro da perspectiva de sustentabilidade que carecem de evidências que possam esclarecer os conflitos de agência existentes nessa relação entre empresas, *stakeholders*, sociedade e meio ambiente. Além disso, Jesuka e Peixoto (2023) encontraram que há diferenças significativas nos efeitos das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro e o endividamento, entre as empresas localizadas nas mesorregiões delimitadas pelo programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia e o restante do Brasil. Neste contexto, evidenciou-se a necessidade de observar se essas diferenças também são refletidas nos impactos do gerenciamento de resultados e do *rating* corporativo sobre a

performance ambiental, social e governança das companhias localizadas naquelas regiões e o restante do Brasil.

1.4 Contribuições

1.4.1 Contribuição Teórica

Este estudo contribui com a literatura trazendo evidências que explicam quatro teorias de Finanças Corporativas que sustentam as discussões sobre os conceitos de responsabilidade ambiental, social e de governança das firmas (teoria da agência, teoria dos *stakeholders*, teoria da sinalização e legitimidade). Jensen e Meckling (1976) destacam que existe um conflito de interesses entre gestores, proprietários e acionistas que gera o custo de agência devido aos esforços despendidos para monitorar o comportamento de entrincheiramento dos gestores e alinhar seus interesses com os acionistas.

Por muito tempo, a maior parte da literatura financeira sempre abordou o custo de agência do ponto de vista dos acionistas e proprietários, porém, neste estudo buscou-se ampliar o debate sobre a teoria da agência na perspectiva social e ambiental. Se as evidências indicam que os gestores praticam gerenciamento de resultados para influenciar a percepção dos acionistas, investigamos até que ponto tais práticas questionáveis podem impactar o desempenho ambiental e social, gerando custo de agência para a sociedade, que precisará desenvolver mecanismos de monitoramento para garantir a efetividade das práticas de responsabilidade social e ambiental dos gestores.

Além da teoria da agência, o estudo contribui com a teoria dos *stakeholders* de Freeman (1984) que tem sido amplamente discutida na literatura financeira (Clarkson *et al.*, 2011; Porter & Vanderlinde, 1995; Xu, Liu & Shang, 2021). Os idealizadores da teoria dos *stakeholders* defendem que além da criação de valor aos acionistas, as firmas devem também criar valor para todas as partes interessadas, tais como: funcionários, fornecedores, clientes e quaisquer entidades que integram sua rede de relacionamentos. Nesta mesma linha, baseando-se em Haryono *et al.* (2016) acrescenta-se que as firmas devem agregar valores para a sociedade nos aspectos sociais e ambientais, e, em alinhamento com a teoria da legitimidade exploramos como as práticas de gerenciamento de resultados podem afetar a relação entre as firmas e a sociedade. Contribuiu-se com essas duas bases teóricas, mostrando como esses comportamentos antiéticos e os desvios de responsabilidades sociais e ambientais podem prejudicar a criação de valores aos acionistas, stakeholders e a sociedade.

No que diz respeito a teoria da sinalização defendida por Connelly *et al.* (2011) é destacado que as ações gerenciais são percebidas no mercado como um sinal, a partir das informações divulgadas pelas firmas. Essa teoria estuda a forma pela qual essas informações são percebidas pelos usuários externos, que gera preocupação nas empresas que devem assegurar a clareza, tempestividade e responsabilidade dos sinais emitidos ao mercado. Xie, Davidson III e DaDalt (2003) ressaltam que nos casos em que os gestores são recompensados pelo desempenho das firmas, a manipulação de resultados para maximizar sua remuneração pode passar uma falsa impressão ao mercado, o que, consequentemente, pode enviar um sinal negativo sobre a credibilidade da gestão e das informações divulgadas. Para Miller e Triana (2009) é notável que as práticas de gerenciamento de resultados agem como efeito de sinalização capazes de prejudicar tanto os investidores quanto os stakeholders. Por outro lado, a conquista de uma boa classificação de risco corporativo pode ser considerado um bom sinal da boa gestão e saúde financeira dos emissores.

Este estudo contribui com a teoria da sinalização, mostrando que as práticas de gerenciamento de resultados e a qualidade do *rating* de crédito agem como mecanismos que podem sinalizar as partes interessadas sobre a qualidade da gestão das firmas. Ao estender as discussões para o campo da sustentabilidade, mostramos que o desempenho ESG pode ser considerado uma sinalização ao mercado, e que as empresas buscam a legitimidade perante os stakeholders por meio de suas responsabilidades nos quesitos ambiental, social e de governança.

1.4.2 Contribuição Prática / Empírica

Do ponto de vista prático, este estudo fornece evidências que podem auxiliar os gestores e os governos na adoção de práticas sustentáveis que alinham suas ações com os objetivos de desenvolvimento sustentável. Para os gestores, levantamos a necessidade de que a responsabilidade social e ambiental deve ser percebida como um mecanismo para obter vantagens competitivas no mercado global. Chamamos a atenção da alta administração das empresas sobre as consequências negativas do gerenciamento de resultados sobre as atividades corporativas e sobre as vantagens da adoção das práticas sustentáveis.

Os achados deste estudo podem orientar as companhias na melhoria da qualidade de governança, adotando mecanismos que possam reforçar o monitoramento dos executivos a fim de coibir quaisquer comportamentos de gerenciamento de resultados, que podem prejudicar as relações com os acionistas, *stakeholders* e a sociedade. Mostramos que o gerenciamento de resultados e a qualidade do rating corporativo possuem grandes implicações sobre a performance ESG. Portanto, tais aspectos exigem uma ação efetiva das companhias para

garantir a fidedignidade e a transparência das informações financeiras divulgadas com o objetivo de estabelecer maior confiança entre as partes interessadas (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Xi & Xiao, 2022).

Para os governos, assim como argumentado no estudo de Tsalis et al. (2020), este estudo ressalta a necessidade de que sejam criadas políticas públicas para alinhar as atividades empresariais com os pilares da responsabilidade ambiental, social e de governança dos gestores. Ao explorar as diferenças entre os níveis do rating soberano dos países, como a adoção dos regimes Lei comum e civil no que concerne a performance ESG e as práticas de gerenciamento de resultados, contribuímos, mostrando que deve haver um esforço em nível global para que haja um alinhamento entre o ambiente institucional legal e a responsabilidade ambiental e social das empresas. As evidências podem servir de base para incentivar o cumprimento das práticas ambientais pelas empresas e seus stakeholders por meio de uma sinergia entre as instituições governamentais que devem criar leis e normas que reforçam a fiscalização das ações corporativas e, ao mesmo tempo, estabelecer mecanismos para punir qualquer comportamento antiético dos gestores que possa afetar os interesses da sociedade.

1.4.3 Contribuição Social

Do ponto de vista social, não se pode negar que os objetivos de desenvolvimento sustentável são um assunto de interesse da sociedade como um todo. Este estudo contribuiu chamando a atenção da sociedade sobre as implicações das práticas antiéticas dos gestores na performance ESG das empresas. Assim como foi destacado por Aslan, Poppe e Posch (2021), a manipulação de resultados pelos gestores para obter melhor classificação de risco corporativo pode levar os investidores ambientalmente motivados a tomarem decisões de investimento errôneas. As evidências podem servir de alerta para os investidores, stakeholders e a sociedade em geral sobre a possibilidade de que as informações financeiras, ambientais e sociais divulgadas pelas empresas podem não refletir a situação real esperada. A sociedade poderá cobrar posições mais efetivas para exigir maior transparência e fidedignidade na responsabilidade social e ambiental dos gestores.

1.4.4 Contribuição Regional

Ao explorar as implicações regionais na relação entre o gerenciamento de resultado, o rating corporativo e a performance ESG, contribuímos na construção de conhecimento no contexto regional, alinhando-se com foco principal do programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. Esta pesquisa complementa o trabalho

de Jesuka e Peixoto (2023), mostrando que pode haver comportamentos diferentes nos quesitos ambientais e sociais entre as empresas que atuam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e do leste de Mato Grosso e as demais regiões do Brasil.

1.5 Estrutura do Trabalho

Considerando os objetivos geral e específicos da pesquisa, a tese será composta por quatro capítulos divididos em dois ensaios com abordagens em níveis multipaís, nacional e regional.

- O primeiro capítulo apresenta a contextualização, os problemas de pesquisa, justificativas e contribuições.
- O capítulo 2 é desenvolvido o Ensaio 1 que estuda em nível multipaíses, os efeitos do Gerenciamento Real de Resultados e do *Rating Soberano* sobre a performance ESG, explorando as diferenças entre os países que adotam o regime Common Law *versus* Civil Law.
- O capítulo 3 com uma abordagem nacional e regional, investiga as relações entre o *Rating Corporativo* e a performance ESG; Gerenciamento de Resultados e Performance ESG. Além disso, analisou-se as diferenças nessa relação quando se compararam as empresas que possuem negócios na mesorregião delimitada pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia e as firmas que não possuem negócios nessa região.
- O capítulo 4 destaca as considerações finais a partir das evidências encontradas neste trabalho, e por fim, a lista das referências são apresentadas na última parte do estudo.

CAPÍTULO 2: OS EFEITOS DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DO RATING SOBERANO SOBRE A PERFORMANCE ESG: COMMON LAW Versus CIVIL LAW

2.1 INTRODUÇÃO

A emergência climática mobiliza a sociedade global na busca por soluções sustentáveis para as futuras gerações. Desde 1965, a ONU tem desempenhado um papel central nessa agenda, inicialmente com os Objetivos de Desenvolvimento do Milênio e, posteriormente, com os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que estabelecem 165 metas para erradicar a pobreza, mitigar o aquecimento global e promover o bem-estar social (Feng & Wu, 2021; Sachs et al., 2021).

Ao longo das décadas, diversos eventos e organismos ambientais foram criados para alinhar líderes mundiais em torno de um consenso sobre a harmonia entre crescimento econômico e preservação ambiental (Sachs et al., 2021; Dicuonzo et al., 2022). Com a Agenda 2030, a sustentabilidade deixou de ser apenas uma pauta governamental, tornando-se um compromisso compartilhado por empresas, universidades e a sociedade civil (Fisher-Vanden & Thorburn, 2011; Haryono et al., 2016).

No meio acadêmico, a sustentabilidade passou a ser amplamente estudada em diferentes áreas, analisando suas implicações sociais e corporativas. Tsalis et al. (2020) destacam que a adesão das empresas aos ODS foi impulsionada por organismos internacionais que integram ações sustentáveis à cadeia de suprimentos global, levando os estudos organizacionais a investigarem seu impacto nas estratégias empresariais (Ashrafi et al., 2018; Jeffrey, Rosenberg & McCabe, 2018; Nurunnabi et al., 2019; Vincentiis, 2022).

Os objetivos de desenvolvimento sustentável trouxeram para os estudos organizacionais a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a agenda ESG como dois conceitos básicos que tratam das iniciativas adotadas pelas empresas alinhadas com o cumprimento das metas da agenda de 2030 (Fisher-Vanden & Thorburn, 2011; Miralles-Quiros et al., 2019; Mishra, 2020). Na literatura financeira, esses conceitos são debatidos à luz das teorias da agência, da legitimidade, dos stakeholders e da sinalização (Connelly et al., 2011; Hahn & Kühnen; 2013; Jensen & Meckling, 1976; Kuzey & Uyar, 2017; Ruhnke & Gabriel, 2013). Os pesquisadores se baseiam nas premissas de que investidores, credores e outras partes interessadas consideram os aspectos ambientais, sociais e de governança nas suas estratégias de investimento, o que consequentemente, exige a disponibilidade de informações claras e precisas sobre a divulgação

e performance ESG das firmas (Hill, Korczak & Wang, 2018; Qureshi *et al.*, 2019; Vincentiis, 2022).

Aslan, Poppe e Posch (2021) destacam que o desenvolvimento sustentável trouxe a responsabilidade social e ambiental para as teorias financeiras, e consequentemente, além de agregar valor aos acionistas, os gestores terão de contribuir para a proteção do meio ambiente e da sociedade. Com a crescente adesão das firmas às práticas social e ambiental, vários estudos vêm abordando as implicações da sustentabilidade empresarial nas ações gerenciais e na riqueza dos acionistas. Neste contexto, encontram-se evidências na literatura apontando que as práticas ESG melhoram o desempenho e o valor das companhias (Bhaskaran *et al.*, 2020; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Kuzey & Uyar, 2016; Zhang, Qin & Liu, 2020), reduzem o risco (Chodnicka-Jaworska, 2021; Haryono *et al.*, 2016; Shad, 2019) e aumentam o endividamento (Al-Amosh *et al.*, 2022; Aslan, Poppe & Posch, 2021; Feng & Wu, 2021).

A luz da teoria da agência, alguns estudos passaram a investigar como as práticas de gerenciamento de resultados podem influenciar a performance ESG das empresas (Miralles-Quiros *et al.*, 2019; Nekhill *et al.*, 2019; Tarmuji *et al.*, 2016). Não há um consenso na literatura sobre os efeitos do gerenciamento de resultados na performance ESG, alguns estudos reportam um efeito negativo (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Grimaldi *et al.*, 2020, Mutuc, Lee & Tsai, 2019), outros encontraram uma relação positiva (Jordaan, Klerk & Villiers, 2018; Velte, 2021). Os pesquisadores se preocupam com os reflexos das práticas de gerenciamento de resultados na qualidade das informações ambientais, sociais e de governança, considerando a possibilidade de que os gestores possam ajustar os dados ambientais e sociais para influenciar a percepção dos stakeholders, da sociedade e das agências ambientais reguladoras.

Além do gerenciamento de resultados, evidências empíricas apontam que o *rating* de crédito emitido pelas agências de classificação de risco também tem implicação na performance ESG das empresas (Chodnicka-Jaworska, 2021; Hill, Korczak & Wang, 2018; Miiller & Martinez, 2016). Isso se deve ao fato de que as agências passaram a considerar fatores ambientais e sociais nas suas metodologias de avaliação da qualidade de risco dos países (Aslan, Poppe & Posch, 2021).

O *rating* soberano e o ambiente institucional legal dos países são dois mecanismos não controlados pelos gestores que chamam a atenção dos pesquisadores como uma alternativa para avaliar a efetividade do comportamento ambiental, social e da governança das companhias. Há evidências mostrando que nos países que possuem melhor qualidade de *rating* soberano, as empresas tendem a apresentar melhor performance ESG devido ao maior engajamento com o

desenvolvimento sustentável (Angelova *et al.*, 2021; Lin, Zhang & Zhang, 2020; Ntsalaze, Boako & Alagidede, 2017). Alguns estudos destacam que a efetividade no cumprimento das leis em países que adotam o Common Law como regime legal reduz a propensão das companhias de manipular os dados ambientais e sociais para obter melhor performance ESG (Han *et al.*, 2010; Leuz, Nanda & Wysocki, 2003). Em contrapartida, nos países em que o regime de Lei Civil é vigente, Salhi *et. al.* (2019) ressaltam que o ambiente institucional é fraco e há maior probabilidade de prevalecer o comportamento de entrincheiramento e de gerenciamento de resultados por parte dos executivos.

De modo geral, a maior parte dos estudos sobre essa temática se concentram em explorar a relação entre performance ESG, desempenho, valor, risco e a dívida das empresas. Há interesses crescentes para investigar os efeitos do gerenciamento de resultados e do *rating* de crédito sobre a performance ESG. Apesar dos vários estudos realizados sobre o tema, algumas lacunas ainda permanecem sobre as implicações do *rating* soberano e do ambiente institucional legal sobre o gerenciamento real de resultados e da performance ESG.

Essas dúvidas nos levam às seguintes perguntas de pesquisa: Quais são os efeitos do gerenciamento de resultados sobre a performance ESG? Será que a qualidade do *rating* soberano do país pode aumentar a performance ESG das firmas que neles atuam? Qual é a influência do *rating* soberano na relação entre gerenciamento de resultados e performance ESG? Quais são as implicações do ambiente institucional legal nessa relação? Neste cenário, este estudo tem o objetivo de analisar os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* soberano sobre a performance ESG das empresas, considerando as implicações do ambiente institucional legal em que elas estão inseridas.

Considerando que a maior parte dos estudos abordam a relação entre o gerenciamento de resultados, *rating* de crédito e a performance ESG de modo isolado, alguns aspectos importantes que influenciam essa relação não são explorados. Neste contexto, há necessidade de que haja novos estudos que considerem até que ponto o gerenciamento de resultados financeiros pode afetar a performance ESG. Este é um assunto sério que exige mais estudos aprofundados a luz das teorias, visando esclarecer como tais práticas podem afetar a performance ESG das firmas e questionar a legitimidade das informações divulgadas.

Outro aspecto importante é a escassez de estudos que abordam o *rating* soberano no campo das finanças corporativas. Por muito tempo, o risco soberano tem sido objeto de estudos nas áreas de economia por refletir a situação macroeconômica e política dos países avaliados. Poucas pesquisas abordam suas implicações nas empresas (Jesuka & Peixoto, 2022).

Considerando que investidores individuais e institucionais se baseiam no *rating* soberano emitido pelas agências para decidir em que país irão aplicar seus recursos, há necessidade de novos estudos que tragam evidências para orientar os investimentos verdes para empresas que possuem melhor desempenho ESG, ao mesmo tempo, contribuindo para mitigar os problemas de agência e de assimetria da informação.

A discussão sobre as implicações do ambiente institucional legal não é nova na literatura. La Porta et al. (1997) realizaram um dos estudos seminais sobre a importância do ambiente legal na proteção dos direitos e riquezas dos acionistas. Contribuindo com os autores, vários estudos apontam características diferentes entre os países que adotam o regime Common Law e Civil Law, e isso tem reflexo direto no comportamento das empresas. Para a efetividade no cumprimento das normas ambientais, presume-se que um ambiente institucional legal onde o cumprimento das leis é mais brando (*Law enforcement*) pode ser um fator favorável para facilitar uma melhor performance ESG das firmas. Neste sentido, a falta de evidências claras motiva esta pesquisa para identificar as diferenças no gerenciamento de resultados e na performance ESG entre os países que adotam regime legal Common Law e Civil Law.

Todos os fatores apresentados motivam o desenvolvimento desta pesquisa, visando trazer mais evidências empíricas que possam esclarecer as lacunas existentes na literatura, e, ao mesmo tempo, sinalizar a investidores, gestores e a sociedade sobre a influência das práticas de manipulação de resultados e dos aspectos ambientais e sociais nas suas decisões. Contribui-se com a literatura, ao inserir neste estudo as implicações das teorias da agência, da sinalização, dos stakeholders e legitimidade sobre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG.

2.2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.2.1 Teorias e o Surgimento do Conceito ESG

As discussões sobre a teoria da firma remontam ao século XX, quando Coase (1937) argumentou que os gestores precisariam focar na combinação de insumos e produtos para aumentar a riqueza dos acionistas. Vários autores seminais contribuíram significativamente com o debate, estudando a forma pela qual as firmas se comportam e interagem com sua rede de relacionamentos. A teoria comportamental da firma amplamente estudada por Cyert, Feigenbaum e March (1959) e Cyert e March (1963) trouxe uma nova perspectiva à teoria da firma, defendendo que as companhias se inserem num ambiente multidimensional e complexo que afeta suas atividades. Alchian e Demsetz (1972) e Demsetz (1988) analisaram a teoria da firma como uma “caixa preta” em que a gestão da produção e os custos de transação são

considerados elementos-chave na criação da estrutura interna da organização. Os autores contribuíram com a teoria clássica da firma, explorando as implicações desses dois fatores que já foram previamente apresentados por Coase (1937), relacionando a gestão da empresa com os aspectos econômicos.

Por sua vez, Cyert, Feigenbaum e March (1959) desenvolveram a teoria comportamental da firma, defendendo que as empresas não são agentes perfeitamente racionais que maximizam lucros, em vez disso, são organizações compostas por diferentes grupos com interesses distintos, que tomam decisões baseando em regras, rotinas e satisfaçam metas mínimas. Por outro lado, o estudo de Jensen e Meckling (1976) considerado como a base da teoriada agência e serviu como um ponto de referência para muitos estudos que investigaram como a estrutura da firma é afetada pelas características dos ambientes interno e externo (Adams, 1994; Eisenhardt, 1988; Shapiro, 2005). Apesar da existência de uma abordagem extensa sobre a teoria da agência, a maior parte dos autores concentram seus esforços no estudo do conflito de interesses entre gestores-acionistas e acionistas-credores, deixando de fora outras partes interessadas.

Foss (2000) por sua vez, oferece uma análise mais abrangente e crítica sobre a evolução das teorias relacionadas à firma, destacando suas bases conceituais e implicações práticas. O autor reuniu contribuições de diversos autores que exploram a firma como uma entidade econômica e social, abordando temas como governança, contratos, incentivos e a interação entre risco e incerteza. Entre os aspectos centrais discutidos, destaca-se a influência de Knight (1921) que diferencia o risco mensurável da incerteza verdadeira, conceitos fundamentais para entender como as firmas tomam decisões em ambientes complexos. Foss (2000) também enfatiza como diferentes perspectivas teóricas, como a Teoria dos Custos de Transação e a Visão Baseada em Recursos, contribuem para uma compreensão mais ampla da firma enquanto unidade estratégica e produtiva.

Se por muito tempo, agregar valor à riqueza dos acionistas tem se firmado como o principal objetivo da firma (Alchian & Demsetz, 1972; Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976), nas últimas décadas um corpo teórico neoclássico crescente vem defendendo a inclusão de outros agentes externos no escopo da empresa. Essa movimentação na literatura financeira permitiu o surgimento de novas teorias que versam sobre aspectos fundamentais que afetam o funcionamento da firma. Eisenhardt (1988) ressaltou que a organização não atua de modo isolado, ao contrário, ela está inserida em um ambiente competitivo e complexo que possui características distintas, devendo a mesma interagir de modo a manter uma relação construtiva

e harmoniosa com todos os agentes. Segundo Shapiro (2005), essa rede de relacionamento se transforma em uma caixa preta caracterizada pela presença de atores como governo, órgãos reguladores, parceiros institucionais, credores, sindicatos, colaboradores, a sociedade e o meio ambiente, que são afetados pelo comportamento da firma.

As formas de se relacionar e satisfazer as expectativas do ambiente externo são vistas pelos teóricos neoclássicos organizacionais como um quebra-cabeça que abre portas para o surgimento de diversas teorias que fazem inferências sobre o comportamento da firma neste universo enigmático. Dentre essas teorias, além da Teoria de Agência de Jensen e Meckling (1976), pode-se destacar a Teoria da estrutura ótima de capital, evidenciada por Myers (1977) que trata da relação entre a empresa e seus mecanismos de financiamento e seus reflexos na riqueza dos acionistas. A teoria dos *stakeholders* de Freeman e Reed (1983), por sua vez, se preocupa com a harmonia que se deve manter entre os diversos grupos de interesses impactados por entidades empresariais como funcionários, fornecedores, comunidades locais e credores.

Também se destaca a teoria da legitimidade cujo conceito foi previamente apresentado por Dowling e Pfeffer (1975) e Suchman (1995), e amplamente discutida por Deegan (2002 & 2006), que se concentra nas interações entre empresa e sociedade, defendendo que as organizações devem tentar continuamente realizar suas atividades de acordo com os limites e normas sociais. A teoria de sinalização de Spence (1973) permite observar o comportamento sinalizado quando dois agentes (pessoa ou organização) possuem acesso a informações diferentes. Connelly et al.(2011) discutiram esta teoria, destacando que a sua essência está no fato de que, em busca de legitimidade perante a sociedade, as firmas enviam um sinal ao ambiente externo, que por sua vez recebe esse sinal e retorna um feedback de acordo com a sua percepção e interpretação do sinal recebido.

É importante também destacar a teoria dos mercados eficientes discutida por Fama (1970), sugerindo que os preços dos ativos refletem plenamente todas as informações disponíveis no mercado. Uma ligação com os temas abordados neste estudo pode revelar como a eficiência de mercado pode influenciar os resultados observados na literatura. Por exemplo, Xi e Xiao (2022) ressaltam que em mercados mais líquidos, onde a eficiência tende a ser maior, seria esperado que os preços refletissem mais rapidamente quaisquer práticas de gerenciamento ou manipulação que impactassem os dados ESG, reduzindo o impacto potencial dessas práticas sobre a percepção dos investidores. No entanto, em mercados menos líquidos ou com menor eficiência, a capacidade de captar tais distorções pode ser reduzida.

O panorama acima apresentado faz parte de um contexto do mundo capitalista em que se

busca uma produção acelerada que converge com o “objetivo da firma” do século passado, isto é, aumentar a riqueza dos acionistas. Ao mesmo tempo, crescem as cobranças para uma responsabilidade mais efetiva por parte das empresas com a sociedade e o meio ambiente (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Hill, Korczak & Wang, 2018; Tilling, 2004). Essa corrida favoreceu o surgimento do conceito de desenvolvimento sustentável que pauta a sustentabilidade no espectro da teoria organizacional, trazendo os interesses do meio ambiente e da sociedade para as discussões sobre a teoria da firma.

Se por muito tempo, a sustentabilidade encontrou resistência para se encaixar nos debates sobre o comportamento da firma (Qureshi *et al.*, 2020), o crescimento da consciência mundial sobre os problemas social e ambiental favoreceu o protagonismo assumido na literatura, impondo a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a agenda Ambiental, Social e Governança (ESG na sigla em inglês) como dois conceitos bastante discutidos pelos teóricos organizacionais contemporâneos (Grimaldi *et al.*, 2020; Tilling, 2004).

É importante destacar o contexto que favoreceu o surgimento do conceito ESG. O termo ESG teve sua origem a partir das discussões sobre Investimentos Socialmente Responsáveis (SRI na sigla em inglês), ao longo das décadas de 1960 e 1970. Em um contexto pós Segunda Guerra Mundial, em que ocorria um crescimento industrial acelerado, principalmente em alguns países europeus e nos Estados Unidos, houve também graves consequências ambientais e sociais para a sobrevivência da humanidade (Granot, 1998; Williams & Blyth, 2023). Para atender a esses problemas socioambientais, houve uma mobilização em nível mundial, que desencadeou as cobranças do mercado global pela responsabilidade social e ambiental das firmas (Eliwa, Aboud & Saleh, 2021; Gao *et al.*, 2021).

O termo “Ambiental, Social e Governança” foi mencionado pela primeira vez no relatório das Nações Unidas intitulado “Who Cares Wins”, que foi publicado em 2004. Dois anos mais tarde, em 2006 foram estabelecidos os Princípios das Nações Unidas para o Investimento Responsável (UN-PRI), que determinaram os pilares da Agenda ESG, destacando uma série de fatores a serem levados em consideração pelos órgãos reguladores em nível mundial (Buallay, 2019; Gao *et al.*, 2021; Sheveleva, 2022).

Depois de mais de cinco décadas de discussões, Eliwa, Aboud e Saleh (2021) destacam que foi a partir do relatório da ONU de 2004 que as empresas começaram a alinhar suas estruturas internas com os princípios de responsabilidade ambiental, social e de governança guiados pelo desenvolvimento sustentável. Esses acontecimentos trouxeram a Agenda ESG para o cenário acadêmico, sendo que o tema sustentabilidade e as questões climáticas passaram

a ser discutidos também na academia por meio de artigos científicos. O estudo bibliométrico de Gao et al. (2021) é um dos primeiros a apontar o *boom* no crescimento contínuo da publicação de artigos científicos sobre tema ESG a partir de 2004. Na medida em que as firmas foram adotando as práticas ESG, cresceu o interesse da academia em estudar as implicações desses mecanismos nas ações gerenciais.

Em um sentido mais amplo, os objetivos de desenvolvimento sustentável trouxeram para os estudos organizacionais a RSC e o ESG como dois conceitos básicos que tratam das iniciativas adotadas pelas empresas, alinhadas com o cumprimento das metas da agenda de 2030 (Fisher-Vanden & Thorburn, 2011; Miralles-Quiros et al., 2019; Mishra, 2020). Na literatura financeira, esses conceitos são debatidos à luz das teorias da Agência, dos *Stakeholders*, da Legitimidade e da Sinalização (Connelly et al., 2011; Hahn & Kühnen; 2013; Jensen & Meckling, 1976; Kuzey & Uyar, 2017; Tilling, 2004). Os pesquisadores se baseiam nas premissas de que investidores, credores e outras partes interessadas consideram os aspectos ambientais, sociais e de governança nas suas estratégias de investimento, o que consequentemente, exige a disponibilidade de informações claras e precisas sobre a divulgação e performance ESG das firmas (Hill, Korczak & Wang, 2018; Qureshi et al., 2020; Vincentiis, 2022; Tilling, 2004).

Aslan, Poppe e Posch (2021) ressaltam que o desenvolvimento sustentável incorporou os pilares ambiental, social e de governança às teorias financeiras, exigindo dos gestores não apenas a geração de valor aos acionistas, mas também a contribuição com o meio ambiente e a sociedade. Nesse contexto, iniciativas como fundos de investimento verdes, títulos verdes em bolsas e indicadores de *disclosure* e performance ESG impulsionam a integração de aspectos ambientais nas estratégias empresariais (Borsatto & Bazani, 2021; Clementino & Perkins, 2021). Embora tanto o *disclosure* ESG quanto a performance ESG trate de práticas ambientais, sociais e de governança, não se pode confundir do ponto de vista etimológico a diferença que existe entre esses dois termos, pois apresentam perspectivas diferentes. Segundo Lokuwaduge e Heenetigala (2016), a divulgação ESG diz respeito à transparência das práticas ESG, destacando até que ponto a firma divulga publicamente informações sobre suas políticas e desempenho ESG, incluindo relatórios ESG e políticas de diversidade e inclusão. A luz da teoria da agência, pode-se destacar que a divulgação ESG foca na disposição da empresa em compartilhar informações com as partes interessadas e com o público sobre suas práticas ESG (Fatemi, Glaum & Kaiser, 2018 Qureshi et al., 2020).

Por outro lado, a performance ESG refere-se às práticas e resultados ESG reais de uma empresa, além de fatores como emissões de carbono, histórico de direitos humanos e práticas

comerciais éticas. A performance ESG foca nas práticas ESG reais da empresa e o impacto que elas têm no meio ambiente, na sociedade e em sua governança (Li et al., 2022; Pathak & Gupta, 2022).

2.2.2 Performance ESG e Gerenciamento de Resultados

Os estudos desenvolvidos no campo organizacional sobre CSR e ESG seguem duas abordagens distintas. Alguns autores se interessam pelas dimensões dos impactos que as práticas ESG exercem sobre as empresas, ou seja, as mudanças que elas trazem para as decisões estratégicas e nos resultados das companhias (Chouaibi & Zouari, 2022; Clementino & Perkins, 2020; Haryono et al., 2016; Shad et al., 2019; Tsalis et al., 2020). Uma segunda vertente se preocupa com as implicações das ações corporativas sobre o meio ambiente e a sociedade (Al-Amosh et al., 2022; Dicuonzo et al., 2022).

Neste sentido, de um lado são observados vários trabalhos que investigam a relação entre as práticas de Responsabilidade Social Corporativa e de ESG no desempenho e valor (Bhaskaran et al., 2020; Bodhanwala & Bodhanwala, 2021; Chakroun, Amar & Amar, 2022; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Kuzey & Uyar, 2017) e risco (Chodnicka-Jaworska, 2021; Haryono et al., 2016) e no endividamento das empresas (Feng & Wu, 2021; Aslan, Poppe & Posch, 2021).

Embora muitos estudos considerem a CSR como uma proxy de ESG (Bhaskaran et al., 2020; Nurunnabi et al., 2020), vale destacar que há uma diferença entre os dois conceitos. A CSR, defende que as firmas devem assumir a sua responsabilidade socioambiental por meio de projetos específicos, como por exemplo, iniciativas filantrópicas, o voluntariado e práticas sustentáveis que visam reduzir os impactos de suas atividades na sociedade e no meio ambiente (Ashrafi et al., 2018; Clementino & Perkins, 2020; Jeffrey, Rosenberg & McCabe, 2018). Por sua vez, o conceito de ESG é uma abordagem mais abrangente e sistemática que se refere à performance de uma organização em relação a uma série de fatores ambientais, sociais e de governança.

Uma visão holística sobre a produção acadêmica que envolve responsabilidade ambiental nos mostra a convergência do espectro acadêmico com os objetivos do mercado ou da firma, quando se considera que o foco tem sido voltado para os benefícios que a adoção de práticas sustentáveis pode trazer para as empresas, e não para o impacto de suas atividades sobre o meio ambiente e a sociedade. Nesta perspectiva, estes conflitos de interesses de empresas *versus* acionistas, *versus* meio ambiente *versus* sociedade permite trazer as discussões para contexto da teoria da agência e da assimetria de informação desenvolvida por Jensen e

Meckling (1976).

A separação de poder e controle defendida na literatura não deve afastar os gestores e as empresas de suas contrapartidas com o desenvolvimento sustentável, nem, portanto exclui o direito da sociedade de saber se as práticas de responsabilidade social atendem aos seus interesses. Se há gerenciamento de resultados, presume-se que os gestores possuem informações privilegiadas sobre a real situação das firmas como Jensen e Meckling (1976) haviam destacado, e fazem o uso arbitrário de suas posições de decisão para agir a favor de seus próprios interesses. Neste sentido, os custos de agência tão discutidos por Jensen e Meckling (1976) são também assumidos pela sociedade, pois recursos da coletividade são investidos em órgãos governamentais e organismos independentes para assegurar de que seus interesses sejam respeitados pelas companhias.

Essa preocupação com o atendimento dos interesses da sociedade leva o gerenciamento de resultados aos debates, sendo um dos conceitos que, segundo Xi e Xiao (2022), está diretamente ligado ao estudo dos comportamentos de entrincheiramento dos gestores, que frequentemente ajustam os resultados financeiros para influenciar investidores ou outras partes interessadas. Martinez (2001) conceitua gerenciamento de resultados (*Earnings Management*, em inglês), como a possibilidade que os gestores/contadores têm de utilizar as discricionariedades das normas contábeis para alterar informações das organizações, dentro das normas legais, e chegar a resultados diferentes daqueles obtidos caso não fossem usadas tais práticas. Chakroun, Ben Amar e Ben Amar (2022) destacam que o gerenciamento de resultados envolve o julgamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais.

Evidências empíricas vêm demonstrando através de estudos realizados em países emergentes que o gerenciamento de resultados tem implicações diretas e indiretas na performance Ambiental, Social e de Governança da empresa. Neste contexto, identificamos que as pesquisas seguem duas linhas diferentes. De um lado, alguns investigam os efeitos da adoção de práticas de ESG no gerenciamento de resultados das firmas (Chouaibi & Zouari, 2022; Jordaan, De Klerk & De Villiers, 2018; Velte, 2019 & 2021) por outro, poucos estudos procuram descobrir como as práticas de manipulação de resultados podem impactar a performance ESG (Chakroun, Amar & Amar, 2022; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Habib, 2024; Velte, 2019).

Velte (2019) utilizou 548 observações ano-firma para investigar a relação entre a performance ESG e o gerenciamento de resultados de empresas listadas no *German Prime Standard* (DAX 30, TecDAX e MDAX) no período de 2011 a 2017. O autor encontrou que a

performance ESG afeta de forma negativa o gerenciamento real de resultados. Jordaan, De Klerk e De Villiers (2018) reportaram uma redução na propensão de gerenciamento de resultados das 214 empresas sul africanas que possuem melhor performance ESG. Gonçalves, Gaio e Ferro (2021) analisaram a relação entre gerenciamento de resultados e performance da responsabilidade social corporativa, utilizando uma amostra de 568 empresas listadas da União Europeia no período de 2010 a 2018. Mediram o gerenciamento de resultados pelo modelo de Jones (1991) modificado, e encontraram que a responsabilidade social corporativa influência de forma negativa o gerenciamento de resultados, e destacam que o desempenho financeiro assume papéis importantes na relação entre gerenciamento de resultados e responsabilidade social corporativa.

A partir dessas evidências, presume-se que o gerenciamento de resultados pode ser considerado uma prática dos executivos que pode prejudicar tanto os acionistas quanto os *stakeholders* e a sociedade. Investigar suas implicações no contexto da sustentabilidade está alinhado com as teorias da agência evidenciada por Jensen e Meckling (1976) e a teoria dos *stakeholders* de Freeman e Reed (1983), sendo duas bases teóricas que podem explicar como alinhar os interesses dos executivos com todas as partes interessadas – *Stakeholders*, sociedade e o meio ambiente.

Deve-se ressaltar que agregar valor ao meio ambiente e sociedade se tornam centro das atenções dos estudiosos, uma vez que influencia as estratégias corporativas. Ao gerenciar resultados financeiros, os gestores conseguem omitir informações ou modificar informações direcionadas à sua rede de relacionamentos, deixando assim de atender ao pressuposto da teoria dos *stakeholders* que defende uma transparência na relação com as partes interessadas (Habib, 2024; Xi & Xiao, 2022). Se há uma relação positiva entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG, espera-se encontrar indícios suficientes que podem explicar como as firmas podem passar uma percepção equivocada aos seus clientes, fornecedores, investidores e a sociedade sobre suas responsabilidades social, ambiental e de governança.

É importante destacar que a relação entre práticas de gerenciamento real de resultados e desempenho ESG apresenta um caráter bidirecional, uma vez que empresas que adotam estratégias de REM podem impactar seus escores ESG, enquanto a busca por um melhor desempenho ESG pode influenciar as decisões gerenciais relacionadas ao REM (Bergquist & Sletten, 2020; Velte, 2021). De um lado, empresas podem utilizar práticas de REM para ajustar indicadores financeiros de forma a alinhar-se a métricas de sustentabilidade, transmitindo uma imagem de maior responsabilidade corporativa (Chakroun, Amar & Amar, 2022; Gonçalves,

Gaio & Ferro, 2021). Por outro lado, firmas com elevado comprometimento ESG podem desenvolver mecanismos de governança mais robustos, reduzindo incentivos para o uso de práticas oportunistas de REM (Mishra, 2021; Velte, 2019). Essa relação sugere que a análise dessa interação deve considerar tanto fatores endógenos quanto exógenos, além de explorar heterogeneidades entre empresas e setores.

De modo geral, pode-se destacar que as evidências apresentadas neste estudo, nos permite inferir que investidores e clientes social e ambientalmente orientados esperem que as empresas que captam seus recursos para investir nos seus negócios, adotem melhores práticas deresponsabilidade ambiental, social e de governança para que suas ações estejam alinhadas com o desenvolvimento sustentável. Habib (2024) e Xi e Xiao (2022) destacam que o gerenciamento de resultados pode gerar desconfiança por parte das partes interessadas e afetar o relacionamento com a sociedade. Neste contexto, em busca de uma resposta que explique as teorias da agência e dos *stakeholders*, espera-se observar uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG das firmas, conforme destacado nas hipóteses seguintes:

H1a: Há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG das firmas.

H1b: Há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance Ambiental das firmas.

H1c: Há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance Social das firmas.

H1d: Há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance Governança das firmas

2.2.3 Rating Soberano e Performance ESG

A difusão do conceito de desenvolvimento sustentável em todas as áreas da sociedade, motivou os investidores, credores, consumidores e toda a cadeia produtiva e de suprimentos a nível global a incluírem a sustentabilidade nas suas tomadas de decisão (Kim et al., 2014; Vincentiis, 2022). Este movimento inclui órgãos governamentais e não governamentais, instituições independentes tais como as agências de *rating* que organizam e buscam estabelecer um alinhamento com os objetivos de desenvolvimento sustentável. Neste contexto, além da inclusão dos aspectos ambiental, social e de governança nas suas metodologias de avaliação do risco corporativo, as agências de rating encontraram-se numa necessidade de achar uma forma

de considerar a sustentabilidade na sua classificação de risco soberano (Angelova et al., 2021; Chen et al., 2016).

Se por muito tempo, os fatores macroeconômico, social e político predominaram sobre os critérios de avaliação de risco país, a movimentação do fluxo de dinheiro que circula no sistema financeiro global e o volume de títulos e fundos verdes emitidos pelos governos, foi um dos principais motivos que levaram as agências de *rating* a incluir o risco de mudança climática nas suas metodologias de avaliação de risco soberano, sendo um fenômeno que pode afetar a capacidade de um país de pagar suas dívidas (Dai et al., 2022; Klusak et al., 2021; Zenios, 2022). Por exemplo, segundo Jiraporn et al. (2014), a Standard & Poors foi uma das primeiras agências a considerar as mudanças climáticas como uma das megatendências mundiais que influenciará fortemente a qualidade de *rating* soberano nas próximas décadas. Assim como foi destacado por Sachs et al. (2019), não se pode negar que os governos têm um papel fundamental na criação de normas, políticas públicas e regulamentos ambientais que orientam as ações em nível local para o cumprimento das metas estabelecidas pela Agenda 2030.

Para Chen et al. (2016) o impacto das mudanças climáticas na capacidade dos países em pagar suas dívidas pode ser explicado pela proporção dos desastres naturais que exige a mobilização de grande volume de dinheiro para reparar os danos causados pelas destruições em grande escala. Klusak et al. (2021) ressaltam que além das consequências ambiental, social e política do aquecimento global na sociedade e nas empresas, o alto fluxo de recursos atrelados a investimentos verdes foi um dos motivos que levou a agências de *rating* a avaliar o risco ambiental dos países como uma forma de contribuir com a redução dos problemas de assimetria da informação. Consequentemente, a demanda global em relação a divulgação e avaliação de riscos ambiental, social e de governança é estimada em cerca de 150 trilhões de dólares para os próximos 10 anos, envolvendo atividades e ações desenvolvidas por investidores, reguladores, empresas e instituições financeiras (Dietz et al., 2016; Howard-Grenville 2021; Zenios, 2022).

A partir da inclusão do risco ambiental na definição de *rating* soberano, Jiraporn et al. (2014) destacam que cresceu o interesse dos investidores e das instituições de crédito no mundo inteiro para utilizar suas classificações na tomada de decisão. Ao mesmo tempo, cresce também a atenção do meio acadêmico em investigar a implicação dos aspectos ambientais nas metodologias de classificação de risco soberano das agências (Angelova et al., 2021; Dietz et al., 2016), seus efeitos no mercado de capitais e no custo de captação externa das empresas (Chen et al., 2016; Vincentiis, 2022). Chen et al. (2016) ressaltam que empresas localizadas em países que possuem melhor *rating* soberano observam uma redução no prêmio de risco

ambiental cobrado pelos credores internacionais para compensar a incidência de risco de desastres ambientais e sociais. Algumas evidências apontam que as empresas localizadas em países que possuem melhor *rating* soberano, tendem a apresentar melhor performance ESG (Lin, Zhang & Zhang, 2020; Ntsalaze, Boako & Alagidede, 2017).

Os estudos que versam sobre o *rating* soberano e a performance ambiental, social e de governança das empresas são desenvolvidos a luz das teorias de legitimidade e da agência, uma vez que as evidências mostram que as firmas se beneficiam da qualidade do risco soberano dos seus respectivos países para se legitimar perante seus credores no mercado global de capital, e em busca da redução do custo de captação (Dietz et al., 2016; Kim et al., 2014). Zenios (2022) destacou que os países engajados na luta contra as mudanças climáticas priorizam um modelo de desenvolvimento sustentável baseado no equilíbrio entre o crescimento econômico e a proteção do meio ambiente, e consequentemente, atraem maior capital estrangeiro atrelado as exigências ambientais e sociais. Ao incentivar a adoção das práticas ambiental, social e de governança, os governos podem melhorar a classificação do *rating* soberano ao mesmo tempo podem enviar ao mercado global um sinal de engajamento dos seus respectivos países com os objetivos de desenvolvimento sustentável, atendendo ao pressuposto da teoria de sinalização de Connally et al. (2011).

Por integrar as metodologias de classificação de risco soberano emitido pelas agências de *rating*, os pilares da sustentabilidade se tornam um fator fundamental do desenvolvimento econômico dos países (Dai et al., 2022; Zenios, 2022). Considerando que investidores, instituições de crédito e órgãos ambientais incluem o relatório das agências nas suas tomadas de decisões de investimento, há necessidade de investigar como esses fatores influenciam a performance ESG das empresas, uma vez que a assimetria da informação ainda permanece uma preocupação do mercado global. Para contribuir com as teorias acima mencionadas, pode-se inferir que a qualidade do *rating* soberano pode ser refletida na performance ESG das empresas, relação pouco explorada em estudos realizados no campo das finanças corporativas. Portanto, as hipóteses seguintes podem ajudar a investigar se há um alinhamento entre a qualidade do *rating* soberano e a performance ESG:

H2a: Há uma relação positiva entre o *rating* soberano e a performance ESG das firmas

H2b: Há uma relação positiva entre o *rating* soberano e a performance Ambiental das firmas

H2c: Há uma relação positiva entre o *rating* soberano e a performance Social das firmas

H2d: Há uma relação positiva entre o *rating* soberano e a performance de Governança das firmas.

A partir das discussões acima apresentados é possível destacar que a literatura reconhece que as práticas de gerenciamento real podem comprometer a qualidade da informação contábil e, por consequência, afetar negativamente a percepção da performance ESG das empresas (Fatemi, Glaum & Kaiser, 2018; Habib, 2024; Xi & Xiao, 2022). No entanto, alguns estudos indicam que o ambiente institucional e fatores macroeconômicos, como o *rating* soberano, podem moderar essas relações, ao influenciar tanto o comportamento gerencial quanto a interpretação dos stakeholders sobre os sinais transmitidos pelas empresas (Angelova et al., 2021; La Porta et al., 1998; Vincentiis, 2022).

O *rating* soberano, como indicador da estabilidade econômica e institucional de um país, exerce um papel relevante na avaliação de risco pelos investidores e na definição do custo de capital (Cantor & Packer, 1996). Em ambientes com baixa qualidade institucional ou altos níveis de risco soberano, as práticas de REM podem ser mais comuns, seja como forma de compensar as incertezas externas ou de alterar a percepção de sustentabilidade empresarial. Nesses contextos, o *rating* soberano pode atuar como um fator moderador, intensificando ou atenuando os efeitos do REM sobre a performance ESG, ao moldar a forma como o mercado interpreta as informações divulgadas (Howard-Grenville, 2021; Lin, Zhang & Zhang, 2020).

Assim, é plausível argumentar que o *rating* soberano afeta não apenas diretamente a performance ESG, mas também o impacto das práticas gerenciais sobre essa performance. Em países com maior risco soberano, as ações gerenciais tendem a ser mais opacas, e o REM pode ter um efeito mais danoso ou dissimulado sobre os indicadores ESG. Por outro lado, em contextos de elevada credibilidade soberana, o mercado pode ser mais eficiente em detectar e penalizar práticas manipulativas, reduzindo os efeitos adversos do REM sobre a sustentabilidade corporativa (Boubakri et al., 2016). Essa moderação revela-se relevante especialmente em análises multiníveis, onde os efeitos institucionais desempenham papel-chave na compreensão dos determinantes da responsabilidade socioambiental corporativa. Neste contexto, espera-se que o *rating* soberano pode ajudar a reduzir os efeitos do gerenciamento de reais resultados sobre a performance ESG conforme a hipótese seguinte:

H3a: O *rating* soberano modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG.

H3b: O *rating* soberano modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance Ambiental.

H3c: O *rating* soberano modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance Social.

H3d: O *rating* soberano modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance Governança.

2.2.4 Gerenciamento de Resultados e Performance ESG: Common Law *versus* Civil Law

A implicação do ambiente institucional legal nas ações corporativas sempre foi um aspecto de grande interesse na literatura. No campo das finanças corporativas, cresce o número de estudos que buscam explorar as influências das diferenças culturais, regionais e o regime legal institucional nas estratégias das empresas (Pathak & Gupta, 2022; Maama, 2021; Yamen, Kuzey & Sait Dinc, 2022). O trabalho de Hoffsted (1983) pode ser considerado a principal base de estudos que investigam os efeitos das dimensões culturais de um país nas empresas. Entretanto, quando se trata de proteção legal do direito de investidores que aplicam seus recursos para além das fronteiras, La Porta et al. (1997) mostraram que existem diferenças entre os países que adotam o regime de Lei comum e de Lei civil. Essas particularidades são exploradas em vários estudos que vêm investigando o comportamento das companhias que atuam nos países que adotam regimes institucionais legais diferentes (Cotei, Farhat & Abugri, 2011; Ghabri, 2022; Lajnef & Ellouz, 2024; Salhi et al., 2020).

Os estudos que abordam o assunto são desenvolvidos baseando-se na teoria de direito e da firma que considera a tradição jurídica como um aspecto fundamental para explicar o comportamento e a política das empresas (Cotei, Farhat & Abugri, 2011; Ghabri, 2022). La Porta et al. (1997) haviam demonstrado que os países que adotam o regime Common Law proporcionam melhor proteção ao direito dos acionistas minoritários, uma vez que a efetividade no cumprimento das leis afasta comportamentos de entrincheiramento dos executivos. Paralelamente, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) ressaltam que nos países em que o regime de Lei Civil predomina, a efetividade no cumprimento das leis é fraca, há baixa proteção aos acionistas minoritários, que muitas vezes têm seus direitos sendo expropriados pelos acionistas majoritários, gerando assim, o conflito de agência.

As diferenças entre os dois sistemas legais são refletidas em estudos que também exploram o comportamento oportunista de gerenciamento de resultados (Leuz, Nanda & Wysockic, 2003; Maama, 2021; Yamen, Kuzey & Sait Dinc, 2022) e as práticas de responsabilidade ambiental e social e de governança das empresas (Chouaibi, Chouaibi & Rossi, 2021; Lajnef & Ellouz, 2024; Mooneepen, Abhayawansa & Khan, 2022; Salhi et. al.,

2019). Os autores trouxeram evidências empíricas que apontam diferenças significativas em relação as práticas de gerenciamento de resultados e na performance ESG entre as empresas que atuam em países que adotam regime de Lei Comum em relação aos seus pares localizados em países que aplicam a Lei Civil.

Com uma amostra de 115 empresas do Reino Unido (Lei Comum) e 90 da Alemanha (Lei Civil) coletada no período de 2005 a 2019, Chouaibi, Chouaibi e Rossi (2021) investigaram a relação direta e indireta entre as práticas do ESG e o desempenho financeiro, considerando o papel mediador da inovação verde. Encontraram que as firmas que tiveram melhor performance ESG observaram um aumento no valor de mercado, enquanto isso, a inovação verde mediou plenamente a relação entre a performance ESG e o desempenho financeiro tanto no Reino Unido como na Alemanha. Lajnef e Ellouz (2024) investigaram os efeitos do gerenciamento real de resultados sobre o desempenho social corporativo, utilizando uma amostra de 9.772 observações-ano de 698 empresas situadas em países que adotam o Civil Law. Os autores reportaram que a firmas com foco em responsabilidade social corporativa são menos propensas a adotar práticas de gerenciamento de resultados e que as atividades sustentáveis reduzem o *trade-off* entre estratégias de gerenciamento por *accruals* (AEM) e gerenciamento real (REM), embora ainda reflitam os interesses dos gestores.

Em relação às práticas de gerenciamento de resultados, Lemma et al. (2020) estudaram os efeitos da estabilidade política e dos direitos políticos sobre o gerenciamento de resultados em uma amostra de 63.872 observações firmas-ano de companhias não financeiras listadas em bolsas de valores localizadas em 39 países entre 1995 e 2016. Encontraram que a estabilidade política atenua o gerenciamento de resultados por competência (o GR por competência ocorre quando os gestores ajustam os relatórios contábeis para melhorar os resultados financeiros de forma legal e de acordo com as normas contábeis), e que, por sua vez, os direitos políticos não tiveram efeito sobre o gerenciamento real de resultados. Concluíram que a associação entre direitos políticos e gerenciamento de resultados reais é mais intensa em países com melhor estabilidade política, como no caso dos países que adotam o regime de Lei comum.

Salhi *et. al.* (2019) ressaltam que nos países que adotam regime Common Law, os altos executivos tendem a apresentar menor comportamento de entrincheiramento e consequentemente, seriam menos propensos a praticar o gerenciamento de resultados. Mooneeapen, Abhayawansa e Khan (2022) destacam que nos países que adotam regime Civil Law como a França, os gestores possuem maior possibilidade de praticar o gerenciamento de resultados, devido ao ambiente institucional de fraca proteção legal ao investidor.

De modo geral, essas evidências mostram que o ambiente institucional e legal afeta o comportamento e estratégias das empresas, apontando diferenças significativas entre firmas que atuam em países que adotam o regime de Lei Comum (que fornecem melhor proteção aos investidores), enquanto isso, o contrário foi encontrado para os países com o regime de Lei Civil (Chouaibi, Chouaibi & Rossi, 2021; Salhi *et. al.*, 2019). Deve-se ressaltar o fato de que as companhias que desenvolvem suas atividades em ambientes onde a aplicação das leis é mais branda, ocorre o afastamento das possibilidades de gerenciamento de resultados, o que pode ser considerado um incentivo para um maior engajamento com as práticas sustentáveis. Segundo Lajnef e Ellouz (2024), o ambiente institucional e legal fraco dos países que adotam o regime de Lei Civil pode ser um dos maiores desafios da aplicação das normas e regulamentos ambientais, o que pode favorecer qualquer comportamento oportunístico dos executivos, e consequentemente possibilidade de expropriação de direito dos acionistas minoritários.

Pode-se observar que a maior parte dos estudos se concentram nas implicações das práticas sustentáveis e não no reflexo das ações corporativas e do ambiente institucional legal na performance ESG. Tendo como base a teoria de direito e das firmas, além das evidências acima apresentadas, espera-se que existam diferenças significativas nas práticas de gerenciamento de resultados e na performance ESG entre as firmas que atuam nos países que adotam o regime de Lei comum e o de Lei civil. Aspectos que serão verificados pelas hipóteses seguintes:

H4a: O efeito do gerenciamento de resultados sobre a performance ESG e dos três pilares é positivo em países Civil Law, mas negativo em países Common Law.

H4b: O efeito do rating soberano sobre a performance ESG e dos seus três pilares é positivo nos países Common Law e nos países Civil Law.

H4c. O rating soberano modera de forma negativa a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG e dos três pilares nos países Common Law e nos países Civil Law.

2.2.5 Estudos anteriores sobre gerenciamento de resultados, rating Soberano e performance ESG

A Tabela 1 apresenta um panorama de alguns estudos anteriores sobre a relação entre o gerenciamento de resultados, rating de crédito e performance ESG em mercados emergentes.

Tabela 1: Estudos Empíricos sobre o gerenciamento de resultados, rating soberano e performance ESG

Autores (Ano)	Objetivos	Principais Resultados
Bhattacharya & Sharma (2020)	Analisar o impacto da divulgação ESG nas classificações de crédito de empresas na Índia.	O desempenho geral de ESG e o desempenho de componentes individuais (variáveis ambientais e sociais) afetam de forma positiva a qualidade do rating corporativo. O score de governança tem uma relação positiva com o rating de crédito.
Jang, Kang, Lee & Bae (2020)	Investigar a relação entre os Escores ambientais, sociais e de governança e qualidade do rating de crédito na Coréia do Sul.	O ESG é complementar ao rating corporativo na avaliação qualidade de crédito. As classificações de crédito não podem explicar os efeitos ESG na previsão de retornos futuros de títulos. As agências de classificação de crédito integram os escores ESG em seu processo de classificação crédito.
Gonçalves, Gaio & Ferro (2021)	Analisa a relação entre o gerenciamento de resultados e responsabilidade social corporativa.	Gerenciamento de resultados afeta negativamente a responsabilidade social corporativa, sugerindo que gestores de empresas mais socialmente responsáveis têm um comportamento mais ético e, portanto, relatórios financeiros de maior qualidade.
García-Sánchez, Hussain, Khan & Martínez-Ferrero (2022)	Analisa a relação entre o desempenho de Responsabilidade Social Corporativa e Gerenciamento de Resultados.	O entrincheiramento gerencial modera significativamente a relação entre desempenho de Responsabilidade Social Corporativa e o Gerenciamento de Resultados. Gerentes entrincheirados dissociam a divulgação e o desempenho de Responsabilidade Social Corporativa.
Patrick Velte (2021)	Investigar a relação entre desempenho ambiental, desempenho de carbono e gerenciamento de resultados.	O desempenho ambiental aumenta o Gerenciamento Real de Resultados. Há uma relação bidirecional na relação entre desempenho ambiental e gerenciamento de resultados. Um aumento da quantidade de gerenciamento de resultados reais se resulta de maior desempenho ambiental.
Pineau, Le & Estran (2022)	Analisa a importância relativa dos fatores ESG e não ESG no rating soberano.	Os fatores de governança impulsionam o rating soberano de economias avançadas; os fatores ambientais são mais importantes em mercados emergentes e economias em desenvolvimento; os países que integram o mercado de economias avançadas são classificados principalmente com base em fatores não ESG que apoiam seu rápido crescimento econômico; e os fatores sociais são importantes no Oriente Médio e no Norte da África.
Dimitropoulos (2022)	Investigar o impacto do desempenho da Responsabilidade Social Corporativa no gerenciamento de resultados.	Há uma relação negativa entre Responsabilidade Social Corporativa e o gerenciamento de resultados. Empresas com alto desempenho em Responsabilidade Social Corporativa estão associadas a menos suavização de resultados e <i>accruals</i> discricionários, com maior qualidade de relatórios financeiros.

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.3- METODOLOGIA

2.3.1 Amostra e Fonte de Dados

Para investigar os efeitos do gerenciamento de resultados e do rating soberano sobre a performance ESG, inicialmente, utilizou-se uma amostra composta por 16750 empresas listadas em bolsas de valores localizadas em 11 países. Foram excluídas da base todas as companhias financeiras e de seguros, devido as suas particularidades financeiras e contábeis, levando a uma amostra final de 12025 empresas, totalizando 106795 observações ano-firmas.

Para explorar o comportamento da relação considerando o ambiente institucional legal, a amostra foi dividida em duas subamostras: a primeira composta por companhias com origem em países que adotam o regime Common Law (Inglaterra, Estados Unidos, Austrália, Nova Zelândia, Irlanda), enquanto isso a outra subamostra foi composta por firmas localizadas em países que adotam o regime Civil Law (Alemanha, Brasil, Espanha, França, Itália e Portugal). Estudos anteriores geralmente consideram apenas um país de cada regime legal para comparar Common Law *versus* Civil Law, o que de fato limita a generalização dos resultados (Chouaibi, Chouaibi & Rossi, 2021; Cotei, Farhat & Abugri, 2011; Ghabri, 2022). Nesta pesquisa, foram escolhidos uma amostra com maior número de empresas, o que possibilita uma visão mais próxima do comportamento de gerenciamento de resultados e de performance ESG entre os países.

Os dados financeiros e de ESG das empresas foram coletados na base *Eikon Refinitiv Thomson Reuters*, enquanto isso, o *rating* soberano dos países foi extraído no *web site* das agências de Rating (Standard & Poors, Fitch Rating e Moodys Investor). O período de estudo compreende 2002 até 2024, para poder captar possíveis efeitos de vários acontecimentos em níveis globais, tais como a crise do subprime americano de 2008, a pandemia Sars-Cov-2, e outros eventos que poderiam afetar a relação ao longo do tempo. Além disso, considerando um período maior para análise, foi possível obter uma grande variação da classificação de risco soberano dos países.

2.3.2 Variáveis do Estudo

As variáveis desta pesquisa basearam-se nos estudos de Bajaj, Kumar e Singh (2022), Chodnicka-Jaworska (2021), Gonçalves, Gaio e Ferro (2021), Grimaldi *et al.* (2020), Mutuc, Lee e Tsai (2021) e Velte (2019 e 2021), dentre outros.

2.3.2.1 Variáveis dependentes

Como variáveis dependentes, foram considerados os escores ESG e os de seus três pilares individuais, desenvolvidos pela Thomson Reuters (2013). Os escores ESG são calculados com base em dados públicos fornecidos pelas empresas, complementados por informações provenientes de fontes confiáveis e verificadas. A metodologia utiliza mais de 400 métricas individuais, agrupadas em categorias específicas relacionadas aos três pilares principais: Ambiental (Environmental), Social (Social) e Governança (Governance). Essas métricas são convertidas em escores normalizados e ponderados conforme sua relevância para cada setor, permitindo comparações justas e contextualizadas.

Para estimar o escore ESG, a Thomson Reuters (2013) manteve uma unidade de mais de 120 analistas responsáveis por compilar dados ESG de 4.600 empresas em todo o mundo. Esses dados são coletados a partir de mais de 500 pontos de dados distintos, provenientes de várias fontes, incluindo: a) relatórios corporativos, b) registros oficiais, c) sites das empresas, d) sites de ONGs, e) relatórios de responsabilidade social corporativa (CSR) e f) veículos de mídia estabelecidos e respeitáveis. Esses mais de 500 pontos de dados são organizados em 226 indicadores-chave de desempenho (*Key Performance Indicators*, “KPIs”), que formam a base do processo de classificação. Os 226 KPIs, derivados de mais de 500 pontos de dados, são separados para facilitar uma triagem ESG precisa e transparente, garantindo um sistema de classificação robusto e confiável.

a) Escore ESG (Performance ESG)

O cálculo do Escore ESG é baseado em critérios abrangentes que avaliam o desempenho das empresas nos pilares ambiental, Social e Governança Corporativa. Cada pilar é pontuado separadamente com base nos dados coletados, e os escores são agregados para formar um índice ESG composto. A ponderação entre os pilares pode variar dependendo do setor, refletindo os desafios e prioridades específicos de cada área de atuação.

A Thomson Reuters (2013) converte pontuações brutas para práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) em classificações padronizadas usando um processo de várias etapas. Em um primeiro tempo, as pontuações brutas são normalizadas por meio de Z-Score ($Z = \frac{\text{Pontuação bruta} - \text{Média (Pontuações brutas)}}{\text{Desvio Padrão da população amostral}}$), ajustadas para outliers e corrigidas para assimetria. As classificações provisórias são calculadas e dimensionadas usando um divisor e, em seguida, ajustadas a uma distribuição de curva de sino por meio de ajustes de limite retangulares. Essas classificações são transformadas em uma escala de 0 a 100 para cada pilar ESG, com medianas e médias centradas em torno de 50. A classificação ESG composta é calculada como a média das classificações ambientais, sociais e de governança:

$$\text{Escore ESG} = \frac{1}{3} \text{ Escore Ambiental} + \frac{1}{3} \text{ Escore Social} + \frac{1}{3} \text{ Escore Governança} \quad (1)$$

Finalmente, as empresas são classificadas por percentil com base em suas classificações ESG e específicas de pilar. O escore global ESG é utilizado na literatura conforme a sua proposta de medir o desempenho global das empresas nos quesitos ambiental, social e governança (Chodnicka-Jaworska, 2021; Bajaj, Kumar & Singh, 2022; Velte, 2019 e 2021).

b) Escore ambiental (Performance Ambiental)

O pilar ambiental avalia o desempenho da empresa em relação ao impacto ambiental direto e indireto de suas operações. Ele considera fatores como emissões de carbono, uso eficiente de recursos naturais, práticas de gestão de resíduos e iniciativas relacionadas à mudança climática. Essa métrica tornou-se um dos indicadores mais utilizados na literatura para avaliar o desempenho ambiental das firmas em pesquisas realizados em países emergentes (Bodhanwala & Bodhanwala, 2021; Chakroun, Amar & Amar, 2022).

c) Escore social (Performance Social)

O pilar social avalia o impacto das empresas em seus stakeholders, incluindo empregados, clientes, fornecedores e comunidades. Entre os critérios analisados estão condições de trabalho, diversidade e inclusão, saúde e segurança ocupacional, proteção de dados e iniciativas voltadas ao engajamento comunitário. A análise considera tanto a implementação de políticas sociais quanto os resultados obtidos, refletindo a capacidade das empresas de promover benefícios sociais sustentáveis. A avaliação do desempenho social é influenciada por benchmarks do setor e por normas internacionais, como as convenções da Organização Internacional do Trabalho (OIT). Assim como Gonçalves, Gaio e Ferro (2021) e Dicuonzo et al. (2022) neste estudo, considera-se o escore social conforme coletado na base de dados da Thomson Reuters.

d) Escore governança (Performance de Governança)

Este pilar foca na governança corporativa e na estrutura de liderança das empresas. Ele examina aspectos como a composição do conselho de administração, práticas de transparência, direitos dos acionistas, ética corporativa e medidas de combate à corrupção. A metodologia valoriza empresas que mantêm altos padrões de responsabilidade corporativa, assegurando a confiança de investidores e outros stakeholders. A pontuação de governança é projetada para refletir a capacidade da empresa de equilibrar os interesses das partes interessadas enquanto mantém práticas éticas e responsáveis. O escore governança medido de 0 a 100 é considerado neste estudo conforme Velte (2019 e 2021) e Dicuonzo et al. (2022).

2.3.2.2 Variáveis independentes

Como variáveis independentes, foram adotadas as seguintes:

- i) Real Earnings Management (REM):** Para o cálculo do REM, seguiu-se o método desenvolvido por Roychowdhury (2006) que tem sido utilizado em estudos que abordam o assunto em países emergentes (Feng & Wu, 2021; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Grimaldi *et al.*, 2020; Mutuc, Lee & Tsai, 2019). O modelo de REM de Roychowdhury (2006) considera

fatores como: (a) reduções oportunistas de gastos com Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) para justificar a não disponibilidade de recursos para pagar dividendos; (b) oferta excessiva de descontos em preços de mercadorias para inflar as vendas em curto prazo; (c) aumentos artificiais do fluxo de caixa operacional; (d) redução oportunista das despesas de vendas, administrativas e merchandising para aumentar as receitas.

Os modelos de REM das atividades anormais são calculados a partir da soma dos resíduos de três modelos de regressão *cross-section* estimadas pelos Mínimos Quadrados Ordinários, em que se busca detectar as anormalidades de fluxo de caixa, despesas discricionárias e de produção.

No primeiro modelo, assim como Roychowdhury (2006), buscamos captar as atividades de manipulação de vendas que derivam da aplicação de descontos e de outros mecanismos que ocasionam o aumento fictício e insustentável das vendas em curto prazo. Essa manobra permite um aumento do fluxo de caixa em curto prazo, porém, terá efeitos negativos em médio e longo prazo sobre os resultados da firma, especificamente no término do período de desconto. O Fluxo de caixa anormal de caixa é estimado pela regressão *cross-section* apresentada na equação (2) seguinte:

$$AbnCFO_{t,i} = \frac{CFO_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde $CFO_{i,t}$ representa o fluxo de caixa operacional da firma (i) no tempo (t);

$AT_{i,t-1}$ é o ativo total da firma (i) no tempo (t-1);

$VENDT_{i,t}$ são as vendas totais da firma (i) no tempo (t);

$\Delta VEND_{i,t}$ é a variação anual das vendas totais da firma (i) no tempo (t) e

ε_t é o termo de erro.

Roychowdhury (2006) destacou que uma das formas que as firmas manipulam resultados é através da redução das despesas discricionários que envolvem todas aquelas que não são obrigatórias, como uma forma de aumentar a rentabilidade das firmas. Por exemplo, ao cortar ou reduzir as despesas com P&D, manutenção, merchandising entre outros não essenciais, os gestores conseguem ao final, aumentar os indicadores de rentabilidade, visando comunicar aos investidores e partes interessadas uma impressão fictícia sobre a real condição financeira da firma. As despesas discricionárias anormais foram estimadas pela regressão *cross-section* seguinte conforme apresentada na equação (3):

$$AbnDESPDISC_{t,i} = \frac{DESPDISC_{t,i}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Em que, $DESPDISC_{t,i}$ representa as despesas discricionárias da firma (i) no tempo (t);

$VENDT_{i,t-1}$ são a vendas totais da firma (i) no tempo (t-1); e

$AT_{i,t-1}$ é o ativo total da firma (i) no tempo (t-1) e ε_t o termo de erro.

Segundo Roychowdhury (2006), para gerenciar resultados, os gestores das empresas de manufatura podem produzir mais bens do que o necessário para atender à demanda esperada. Com os níveis de produção mais elevados, os custos indiretos fixos são distribuídos por um número maior de unidades, diminuindo os custos fixos por unidade. Enquanto a redução nos custos fixos por unidade não for compensada por qualquer aumento no custo marginal por unidade, o custo total por unidade continua diminuído. Com isso, para manipular os resultados, os gestores aumentam os níveis de produção para apresentar um custo de produção de bens mais baixo, visando obter maiores níveis de lucro. Assim como Roychowdhury (2006), estimou-se a superprodução anormal pela regressão *cross-section* da equação (4) seguinte:

$$AbnPROD_{t,i} = \frac{PROD_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Onde:

$PROD_{i,t}$ são os custos de produção anormais;

$VENDT_{i,t}$ são as vendas totais da firma (i) no tempo (t);

$\Delta VENDT_{i,t}$ é variação das vendas totais da firma (i) no tempo (t);

$\Delta VENDT_{i,t-1}$ é variação das vendas da firma (i) no tempo (t-1);

$AT_{i,t-1}$ é o ativo total da firma (i) no tempo (t-1) e

ε_t o termo de erro.

Vale destacar que, seguindo Roychowdhury (2006) as variáveis $AbnCFO$, $AbnDESPDISC$ e $AbnPROD$ foram calculadas pela diferença entre o valor real observado e o valor estimado pelo modelo. Após a estimação dos três fatores de manipulação de resultado, assim com Al-Haddad e Whittington (2019) criou-se uma proxy geral de gerenciamento real de resultados agregado, que foi expressa pela equação (5) seguinte:

$$GRR_{ikt} = AbnCFO_{ikt} + AbnPROD_{ikt} + AbnDISEXP_{ikt} \quad (5)$$

Em que $GRR_{t,i}$ é o gerenciamento real de resultados da firma (i) no tempo (t) calculado a partir do valor absoluto dos três fatores;

$AbnCFO_{t,i}$ é o fluxo de caixa operacional anormal da firma (i) no tempo (t);

$AbnDISEXP_{t,i}$ representa as despesas discricionárias anormais da firma (i) no tempo (t) e

$AbnPROD_{t,i}$ são os custos de produção anormais da firma (i) no tempo (t).

ii) Rating Soberano (RATSOB): Com o crescimento da emissão de títulos públicos no mercado global, as agências de *rating* passaram a avaliar a qualidade do risco de crédito dos estados soberanos, avaliando o desejo e a capacidade dos países em pagar suas dívidas com terceiros a tempo, a fim de melhor orientar os investidores sobre suas decisões de investimento (Cash, 2018; Chodnicka-Jaworska, 2021; Hübe, 2020). Como comentado, investidores individuais e institucionais utilizam a classificação de risco soberano para escolher o país onde aplicar seus recursos, razão pela qual os anúncios de aumento ou de rebaixamento das notas de um determinado país têm efeito direto sobre a performance das bolsas de valores. Diferentemente do *rating* corporativo, as instituições de classificação de risco consideram aspectos macroeconômicos, políticos e sociais para definir qual o nível de risco dos investimentos realizados em países avaliados. Segundo o método de Chodnicka-Jaworska (2021), realizou-se a decomposição numérica da nota emitida pelas agências de modo que 100 representa a melhor nota e 0 a pior. Em seguida, calculou-se a média aritmética anual das notas emitidas pelas três agências para cada país.

As variáveis de controle foram selecionadas com base em autores que adotaram controles similares para compreender a relação entre performance ESG e Real Earnings Management. A Tabela 2 apresenta o resumo das variáveis dependente, independentes e de controle acompanhadas de suas métricas, sinal esperado e os autores bases.

Tabela 2: Variáveis do Estudo

Variáveis	Símbolo	Métricas	Sinal Esperado	Autor Base
Dependente				
Performance ESG	ESG	Escore Ambiental, Social e de Governança calculado pela Thomson Reuters	N/A	Chodnicka-Jaworska (2021); Bajaj, Kumar e Singh (2022); Velte (2019 e 2021).

Performance Ambiental	AMBIENTAL	Escore ambiental calculado pela Thomson Reuters	N/A	Gonçalves, Gaio e Ferro (2021); Dicuonzo et al. (2022)
Performance Social	SOCIAL	Escore social calculado pela Thomson Reuters	N/A	Grimaldi <i>et al.</i> (2020), Dicuonzo et al. (2022)
Performance de Governança	GOV	Escore de governança calculado pela Thomson Reuters	N/A	Velte (2019 e 2021) Dicuonzo et al. (2022)
Independente				
Gerenciamento Real de Resultados	REM	$AbnCFO_{t,i}$ + $AbnDESPDISC_{t,i}$ + $AbnPROD_{t,i}$	-	Al-Haddad e Whittington (2019) Roychowdhury (2006); Xi e Xiao (2022);
Rating Soberano	RATSOB	Média anual de rating soberano de Standard & Poor, Moody's e Fitch Rating atribuído a cada país, calculado de 0 a 100	+	Cash (2018) Chodnicka-Jaworska (2021); Hübe (2020)
Controle				
Idade da Firma	IDADE	Idade desde a data de IPO	+	Qureshi et al. (2020); Xi e Xiao (2022);
Tamanho da Firma	TAM	Ln (Ativo Total)	+	Qureshi et al. (2020); Xi e Xiao (2022);
Retorno sobre Ativos	ROA	EBITDA / Ativo Total	+	Al-Haddad e Whittington (2019) Dicuonzo et al. (2022);
Alavancagem	ALAV	Dívida total /Ativo Total	+	Al-Haddad e Whittington (2019)
Q de Tobin	QTOBIN	$\frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Dívida total}}{\text{Ativo Total}}$	+	Chodnicka-Jaworska (2021); Feng e Wu (2021)
Liquidez Corrente	LC	Ativo Circulante / Passivo Circulante	+	Al-Haddad e Whittington (2019); Qureshi et al. (2020);

Fonte: Elaboração dos autores.

2.3.3 Modelo Econométrico

Estudos realizados em níveis multipaís empregam o uso de modelos tradicionais que geralmente são estimados pelos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) (Turrent & García, 2015; Wang & Esqueda, 2014). Entretanto, tais métodos regressivos são objetos de críticas na literatura devido a premissa de distribuição normal dos termos de erros-padrão, e ainda, por assumirem que a variância é constante entre os indivíduos. Segundo Fávero e Confortini (2010) tais características podem levar a estimadores viesados e inconsistentes.

Por outro lado, vários autores vêm aplicando a regressão multinível em estudos multipaíses devido as características dos dados que apresentam uma estrutura hierárquica em níveis diferentes, além de permitir a inclusão de parâmetros fixos e aleatórios em um mesmo modelo (Bernardo, Albanez & Securato 2018; Husted & Sousa-Filho, 2017; Jesuka & Peixoto, 2022). Ao contrário dos métodos tradicionais, os modelos multiníveis fornecem uma visão

generalizada dos parâmetros, permitindo explorar a variação da variável dependente em cada nível, além de mitigar os problemas de endogeneidade. Neste estudo, seguindo Bernardo, Albanez e Securato (2018) e Jesuka e Peixoto (2022) empregou-se um modelo de regressão hierárquica de três níveis e com medidas repetidas, a fim de observar a variação da performance ESG, Ambiental, Social e Governança de cada firma, em cada país ao longo do tempo.

A estimação dos modelos foi feita em três níveis diferentes utilizando a máxima verossimilhança (*Full maximum likelihood* – ML) e sem preditores para captar o grau da variação das variáveis dependentes entre empresas, países e o tempo. A regressão apresentada na equação (5) resume os três níveis estimados, onde Y_{ikt} é a média geral da performance ESG, Ambiental, Social e Governança, ε_k capta o efeito aleatório de cada país, μ_i é o efeito aleatório de cada firma i, e e_{tik} termo de erro aleatório ao longo do tempo.

$$Y_{ikt} = \beta_{000} + \varepsilon_k + \mu_i + e_{tik} \quad (6)$$

Após a estimativa dos modelos hierárquicos, considerou-se o primeiro modelo que investiga os efeitos do gerenciamento real de resultados, dos *ratings* corporativo e soberano sobre a performance ESG conforme apresentado na equação (7):

$$\begin{aligned} ESG_{ikt} = & \beta_{000} + \beta_1 REM_{i,k,t} + \beta_2 RATSOB_{k,t} + \beta_3 REM * RATSOB_{i,k,t} \\ & + \beta_4 CONTROLE_{i,k,t} + \varepsilon_k + \mu_i + e_{tik} \end{aligned} \quad (7)$$

Onde ESG_{ikt} é a performance ambiental, social e de governança da firma (i) no país (k) e no tempo (t);

$REM_{i,k,t}$ é o gerenciamento real de resultados da firma (i), no país (k) e no tempo (t);

$RATSOB_{k,t}$ é o *rating* soberano médio atribuído pelas três agências ao país (k) e no tempo (t);

$CONTROLE_{i,k,t}$ representa o conjunto das variáveis de controle para a firma (i) no país (k) e no tempo (t);

$REM * RATSOB_{i,k,t}$ é a interação entre o gerenciamento real de resultados e o *rating* soberano para investigar a mediação com a performance ESG.

μ_i é o efeito aleatório de cada firma i;

ε_k é o efeito aleatório de cada país;

e_{tik} termo de erro aleatório ao longo do tempo.

Consideraram-se as mesmas variáveis independentes e de controle para analisar a relação com a performance AMBIENTAL $_{ikt}$ na equação (8), performance SOCIAL $_{ikt}$ na equação

(9) e performance GOV_{ikt} na equação (10).

$$\begin{aligned} \text{AMBIENTAL}_{ikt} = & \beta_{000} + \beta_1 \text{REM}_{i,k,t} + \beta_2 \text{RATSOB}_{k,t} + \beta_3 \text{REM} * \text{RATSOB}_{i,k,t} \\ & + \beta_4 \text{CONTROLE}_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{SOCIAL}_{ikt} = & \beta_{000} + \beta_1 \text{REM}_{i,k,t} + \beta_2 \text{RATSOB}_{k,t} + \beta_3 \text{REM} * \text{RATSOB}_{i,k,t} \\ & + \beta_4 \text{CONTROLE}_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \text{GOV}_{ikt} = & \beta_{000} + \beta_1 \text{REM}_{i,k,t} + \beta_2 \text{RATSOB}_{k,t} + \beta_3 \text{REM} * \text{RATSOB}_{i,k,t} \\ & + \beta_4 \text{CONTROLE}_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \end{aligned} \quad (10)$$

2. 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados do estudo 1, envolvendo: (a) estatística descritiva das variáveis da amostra geral, da amostra por país e por ambiente institucional legal; (b) correlação de Pearson entre as variáveis; (c) o modelo de Roychowdhury (2006) e, por fim; (c) as regressões do estudo.

2.4.1 Estatística Descritiva

Como pode-se observar na Tabela 3 a média de escore ESG para a amostra geral é igual 15,94 e um desvio padrão de 24,48. Considerando um escore variando entre 0 e 100, pode-se destacar que em média teve poucos avanços nos esforços das empresas localizadas nos 11 países em relação as práticas ambientais, sociais e de governança. Este resultado é relativamente baixo, quando se comparar com o estudo de Melinda e Wardhani (2020) envolvendo 22 países do continente asiático, em que registraram um escore ESG médio de 50,10 e de Qureshi et al. (2021) que encontraram um escore de 59,55 para as firmas europeias. Os dados apontam que em média, as companhias registraram escores ambiental (12,16) e social (16,87) menores em relação ao escore de governança (17,95). Esses resultados indicam de modo geral, que os pilares ambiental e social carecem de iniciativas por parte das empresas localizadas nos 12 países que compõem esta amostra.

Comparando estes resultados com dados reportados por Velte (2020) e Qureshi et al. (2021) na Europa, pode-se dizer que este estudo nos mostra que muitas ações devem ser implementadas para aumentar performance ambiental, social e governança no cenário global. A média de *rating* soberano é igual a 20,66 proporcional a AA+/Aa1, nos mostra que os países foram classificados no grau de investimento durante o período do estudo. Em relação as variáveis de controle, de modo geral, as firmas tiveram média de alavancagem financeira igual e 0,345; de retorno sobre ativo -0,599, de Q de Tobin 4,11; de liquidez corrente 3,19 e 20 anos de idade média. Tais resultados indicam que em média, todas as empresas que compõem a amostra geral tiveram um desempenho financeiro negativo, um nível alto de liquidez corrente e de valor de mercado, diferente dos achados de Jordaan, De Klerk e De Villiers (2018) e Qureshi et al. (2021).

Para comparar a performance ESG entre os países, a Tabela 3 também apresenta a estatística descritiva de todas as variáveis por país. Como pode-se observar, os dados mostram de um lado, com escores médios de 13,70 e 14,52 a Australia e os Estados Unidos respectivamente, foram os países no quais as firmas registraram escores ESG abaixo da média da amostra geral. Por outro lado, todos os outros países tiveram os escores ESG médio acima da média geral.

No que diz respeito aos componentes do ESG, os dados apontam ainda que a Austrália os Estados Unidos registraram os piores escores ambiental, social e de governança, enquanto isso, as empresas localizadas na França, Nova Zelândia e Portugal tiveram os melhores escores médios nos três pilares do ESG acima da média geral. Outro aspecto importante a ser destacado, é o fato de que com exceção da Alemanha, EUA e Itália, todos os outros países registraram escore de governança muito acima da média geral. A partir desses resultados faz-se necessário observar que nenhum dos países apresentaram escores acima de 40 em nenhum dos três pilares ESG, o que nos traz evidências de que ainda falta muito a ser feito para promover a melhoria das práticas ambientais, sociais e de governança em todos os países investigados. Comparando esses achados com o escore médio acima de 50,0 nos três componentes encontrado por Velte (2020) e Qureshi et al. (2021) para os países europeus, poderíamos dizer que os dados das empresas estadunidenses e australianas representando 48% da amostra poderia ser a principal causa desse desequilíbrio.

Em relação aos resultados para o *rating* soberano, é possível observar que com exceção do Brasil que foi classificado como grau especulativo por ter registrado uma nota média de *rating* soberano igual a 11 (BB+/Ba1), todos os outros países que integram a amostra estiveram

classificados como grau de investimento com um *rating* soberano médio variando entre 15 (A-/A3) e 21 (AAA/Baa). A nota do Brasil assemelha-se com aquela que foi encontrada por Jesuka e Peixoto (2022), enquanto a classificação dos outros países se aproxima do estudo de Lin, Zhang e Zhang (2020) envolvendo mais de 61 países.

Um fato importante a ser destacado, seria uma interpretação dos dados de performance ESG e seus componentes a luz da qualidade do *rating* soberano desses países, que nos permite afirmar que, apesar de registrarem escores ambiental, social e de governança abaixo do esperado, fora o Brasil, esses países desfrutam de uma boa reputação perante o mercado global devido a estabilidade política e econômica expressada pelas suas notas de classificação de risco soberano. Considerando as afirmações de Cantor e Parker (1996) e Hübel (2022) sobre o protagonismo que os relatórios de classificação de risco soberano emitidos pelas agências de *rating* assumem nas decisões de investimento no sistema financeiro internacional, pode-se inferir que há necessidade de uma integração dos fatores socioambientais nas metodologias de classificação de risco soberano das agências de *rating*.

Chodnicka-Jaworska (2021) havia mencionado alguns avanços neste sentido, em que o crescimento global pela avaliação de risco ambiental levou as agências a considerarem os pilares da responsabilidade socioambiental nas suas metodologias de classificação de risco de crédito das empresas o *rating* corporativo. Esses resultados nos mostram que a inclusão desses fatores nas metodologias de avaliação de risco soberano pode tornar mais efetiva a adoção das práticas ambientais, sociais e de governança nesses países. Além disso, pode-se ressaltar que tal medida pode atender plenamente a preocupação dos investidores em relação a responsabilidade socioambiental das empresas, e, principalmente dos países que são vistos como melhores lugares para investir e que não promovem políticas ambientais e sociais eficientes para reduzir os problemas das mudanças climáticas.

Os resultados das variáveis de controle revelam importantes diferenças no perfil das empresas analisadas. No que se refere ao tamanho da firma, todas as nações, exceto a Austrália (9,799), apresentaram valores médios acima da média, variando entre 11,35 e 13,67, sem grandes disparidades. Isso sugere que as empresas australianas operam com uma estrutura menor em comparação com as demais, o que pode refletir características setoriais ou estruturais do mercado local.

Em relação à alavancagem financeira, as empresas da Alemanha, Austrália, Irlanda e Reino Unido registraram os menores níveis de endividamento, indicando uma possível preferência por financiamento interno ou menor dependência de crédito externo. Em contraste,

as empresas norte-americanas foram as mais endividadas, o que pode estar relacionado às condições de taxas de juros nos Estados Unidos durante o período analisado. Esse maior endividamento pode sugerir maior confiança no crescimento futuro ou um ambiente financeiro mais favorável ao uso de capital de terceiros.

Quanto ao valor de mercado, captado pelo Q de Tobin, as empresas norte-americanas se destacaram como as únicas com desempenho expressivamente acima da média, refletindo uma forte valorização por parte dos investidores. Por outro lado, a Austrália, mesmo com um Q de Tobin abaixo da média geral (3,04), apresentou um valor duas vezes superior ao de suas contrapartes no Brasil (1,25), França (1,3) e Espanha (1,19), e três vezes maior que o de Portugal (0,75), onde as empresas foram as menos valorizadas da amostra. Isso pode indicar uma menor atratividade do mercado de capitais português ou uma estrutura empresarial mais conservadora em termos de crescimento e inovação.

No que diz respeito à liquidez corrente, as empresas australianas (5,35) foram as mais líquidas, sendo as únicas acima da média geral. Isso sugere maior capacidade de cumprir obrigações de curto prazo e menor risco financeiro. Em contrapartida, empresas de Portugal (1,14), Brasil (1,25), Itália (1,66) e Espanha (1,19) foram as menos líquidas, o que pode indicar maior dificuldade em manter reservas suficientes para cobrir compromissos imediatos ou menor eficiência na gestão do capital de giro.

Por fim, analisando a idade média das empresas, Austrália (17,36 anos), Irlanda (17,11), Espanha (18,22) e Itália (14,63) possuem companhias mais jovens em relação à média geral (20,49), o que pode indicar mercados dinâmicos com maior entrada de novas empresas. Em contrapartida, as empresas brasileiras apresentaram a maior idade média (36,17 anos), superando significativamente as demais regiões. Esse resultado sugere uma estrutura corporativa mais tradicional e possivelmente menor renovação no ambiente empresarial do Brasil.

Em suma, esses resultados indicam que as empresas norte-americanas se destacam pelo alto endividamento e forte valorização de mercado, enquanto as australianas apresentam maior liquidez e menor porte em termos de ativos. Já as empresas brasileiras são, em média, as mais antigas, mas enfrentam desafios de liquidez e baixa valorização de mercado, assim como suas contrapartes portuguesas, que também registraram os menores valores de Q de Tobin. Essas diferenças refletem não apenas fatores estruturais de cada economia, mas também as condições financeiras e a percepção dos investidores sobre as empresas em cada país.

Tabela 3 : Estatística Descritiva da Amostra Geral e por País

	Amostra Geral		Alemanha		Australia		Brasil		Espanha		Estados Unidos		França		
Variáveis	Obs.	Média	Desv. Padrão	Média	Desv. Padrão										
ESG	106795	15.94	24.48	17.35	27.52	14.52	22.11	18.59	27.30	27.90	32.81	13.70	22.19	24.68	31.27
AMBIENTAL	106795	12.16	23.83	16.02	27.57	9.52	19.69	17.174	27.42	27.60	34.62	9.01	20.45	25.62	34.06
SOCIAL	106795	16.87	26.23	18.48	29.65	14.85	23.27	19.767	29.62	31.79	37.69	14.63	23.79	26.49	34.09
GOVERNANÇA	106795	17.95	27.29	16.74	27.24	18.76	27.29	18.67	27.86	22.50	28.10	16.51	26.38	20.98	28.46
REM	106795	0.0031	2.171	-0.002	0.1636	0.0541	5.169	-0.093	4.362	-0.006	0.0045	0.0008	1.454	-0.005	0.0033
RAT_SOBERANO	106795	20.66	2.12	21	0	21.18	0.716	11.32	1.607	18.27	2.926	21.32	0.555	20.91	1.04
TAM	106795	11.41	3.244	12.07	2.639	9.799	2.459	13.16	2.183	13.17	2.408	11.35	3.61	12.24	2.59
ROA	106795	-0.599	2.148	-0.033	0.5656	-0.369	1.861	-0.033	0.6942	0.017	0.298	-0.932	2.629	-0.027	0.2839
ALAV	106795	0.3454	0.6531	0.2172	0.289	0.1866	0.472	0.3095	0.3235	0.3151	0.223	0.459	0.8251	0.252	0.269
QTOBIN	106795	4.118	11.67	1.787	5.185	3.047	7.749	1.251	4.444	1.1968	1.3412	6.014	15.006	1.303	2.994
LC	106795	3.194	4.676	2.934	4.127	5.356	6.753	2.157	3.026	1.662	1.937	2.98	4.297	2.116	2.779
IDADE	106795	20.49	20.53	21.174	25.22	17.36	16.7694	36.17	26.67	18.22	18.87	19.379	19.22	25.90	18.117

Continua

Tabela 3 - Estatística Descritiva Amostra Geral e por País – Continua

Variável / País	Irlanda		Itália		Nova Zelândia		Portugal		Reino Unido		OneWay Anova
	Média	Des. Padrão	Média	Des. Padrão	Média	Des. Padrão	Média	Des. Padrão	Média	Des. Padrão	
ESG	24.97	28.27	16.57	27.66	28.20	31.08	26.97	32.20	21.06	27.39	88.74***
AMBIENTAL	21.42	29.31	15.11	27.18	25.39	31.72	27.003	34.23	18.82	27.46	266.05***
SOCIAL	26.14	30.58	18.13	30.35	31.73	34.80	29.30	35.50	21.19	28.37	87.24***
GOVERNANÇA	26.96	31.02	15.34	26.48	25.69	29.75	22.61	29.20	22.88	30.01	57.04***
REM	-0.0047	0.0005	-0.0041	0.0261	-0.0047	0.00162	-0.0048	0.00027	0.0086	1.3054	658.10***
RAT_SOBERANO	18.64	2.789	15.95	2.44	21.86	0.343	15.82	3.187	20.41	1.267	72566.02***
TAM	13.09	2.836	12.54	2.184	13.674	2.499	13.36	1.925	11.67	2.772	260.68***
ROA	-0.0923	0.541	0.0096	0.24	-0.052	0.668	0.004	0.013	-0.1803	1.072	212.94***
ALAV	0.227	0.271	0.2729	0.1935	0.3046	0.345	0.3802	0.2165	0.2251	0.3979	1138.91***
QTOBIN	1.807	3.629	1.375	4.757	1.495	3.555	0.7552	0.4418	2.495	7.226	304.23***
LC	2.779	4.127	1.666	1.735	2.0401	2.821	1.148	1.157	2.874	4.126	208.91***
IDADE	17.117	16.45	14.63	14.74	21.52	23.66	26.95	18.94	25.29	27.53	181.66***

Nota: ESG - Performance ESG; AMBIENTAL - Performance ambiental; SOCIAL – Performance Social; GOVERNANÇA – Performance Governança; REM – Gerenciamento de Resultados; RATSOB – Rating soberano; ALAV - Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

O teste de ANOVA (Análise de Variância) foi realizado para avaliar se há diferenças estatisticamente significativas entre as médias das variáveis analisadas nos diferentes países da amostra. A escolha desse teste se justifica porque ele permite comparar múltiplos grupos simultaneamente, verificando se pelo menos um deles se diferencia dos demais, sem a necessidade de realizar múltiplos testes t de *Student*, o que aumentaria o risco de erro tipo I (falsos positivos).

Os resultados indicaram significância estatística para todas as variáveis analisadas, o que significa que as diferenças observadas entre os países não ocorreram ao acaso. Ou seja, as médias das variáveis são significativamente distintas entre os países, sugerindo que fatores estruturais, econômicos e institucionais podem influenciar as características das empresas em cada nação. Quando uma ANOVA aponta significância, isso implica que pelo menos um dos grupos apresenta uma média diferente das demais. A significância da ANOVA reforça a relevância da análise comparativa entre os países e indica que características como os escore ESG e seus três componentes, o tamanho da firma, endividamento, retorno sobre ativo, valor de mercado, liquidez e idade das empresas são influenciadas pelo contexto nacional. Isso sugere que políticas econômicas, condições de mercado e estruturas de governança podem desempenhar um papel crucial na determinação desses indicadores corporativos.

Alinhado a um dos objetivos específicos desta pesquisa, a Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das duas subamostras, comparando empresas sediadas em países que adotam o regime de *Common Law* com aquelas localizadas em países que seguem o *Civil Law*. Os resultados indicam que o escore médio de ESG das empresas em países de *Common Law* foi inferior tanto à média geral da amostra quanto ao das suas contrapartes situadas em países de *Civil Law*. Esse mesmo padrão se repete nas dimensões individuais de desempenho ambiental, social e de governança, sugerindo que o ambiente regulatório pode influenciar as práticas de sustentabilidade corporativa. Uma possível explicação para esse comportamento é a diferença na composição das subamostras, já que as empresas de países sob *Common Law* representam mais do que o triplo das localizadas em países que adotam o *Civil Law*, o que pode impactar a distribuição dos escores.

No que se refere ao *rating* soberano, ambas as subamostras apresentaram, em média, classificações acima do grau de investimento. No entanto, os países com *Common Law* registaram uma média de 19,59 (equivalente a AA/Aa2), superior à média de 17,64 (A+/A1) dos países sob *Civil Law*. Isso sugere que os países com *Common Law* tendem a apresentar maior solidez econômica e estabilidade financeira, fatores que podem influenciar as estratégias

empresariais e o nível de conformidade com os métodos de avaliação de risco adotado pelas agências de *rating*.

Tabela 4: Estatística descritiva da amostra geral, Common Law e Civil Law

Variáveis	Amostra Geral			Common Law			Civil Law			OneWay ANOVA
	Obs.	Média	Des. Padrão	Obs.	Média	Des. Padrão	Obs.	Média	Des. Padrão	
ESG	106795	15.94	24.48	87985	14.87	23.12	18810	20.94	29.54	151.45***
AMBIENTAL	106795	12.16	23.83	87985	10.46	21.76	18810	20.09	30.54	1111.2***
SOCIAL	106795	16.87	26.23	87985	15.62	24.53	18810	22.72	32.42	196.51***
GOVERNANÇA	106795	17.95	27.29	87985	17.72	27.14	18810	19.04	27.96	3.08***
REM	106795	11.051	16619	53363	77.27	2460.7	18363	-181.4	32576.9	3.31***
RAT_SOBERANO	106795	20.66	2.12	215182	21.17	0.825	49302	18.45	3.898	3489.7***
TAM	106795	11.41	3.244	121952	11.09	3.35	33707	12.52	2.522	423.27***
ROA	106795	-0.599	2.148	95993	-0.791	2.435	32007	-0.024	0.4812	76.72***
ALAV	106795	0.3454	0.6531	121944	0.368	0.721	33707	0.263	0.279	17.198***
QTOBIN	106795	4.118	11.67	121126	4.86	12.91	33349	1.436	4.127	2530.4***
LC	106795	3.194	4.676	116764	3.47	4.99	33450	2.247	3.144	1297.1***
IDADE	106795	20.49	20.53	149984	19.66	19.96	40133	23.58	22.25	40.899***

Nota: ESCORE_ESG - Performance ESG; AMBIENTAL - Performance ambiental; SOCIAL – Performance Social; GOVERNANÇA – Performance Governança; REM – Gerenciamento de Resultados; RATSOB – Rating soberano; ALAV - Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

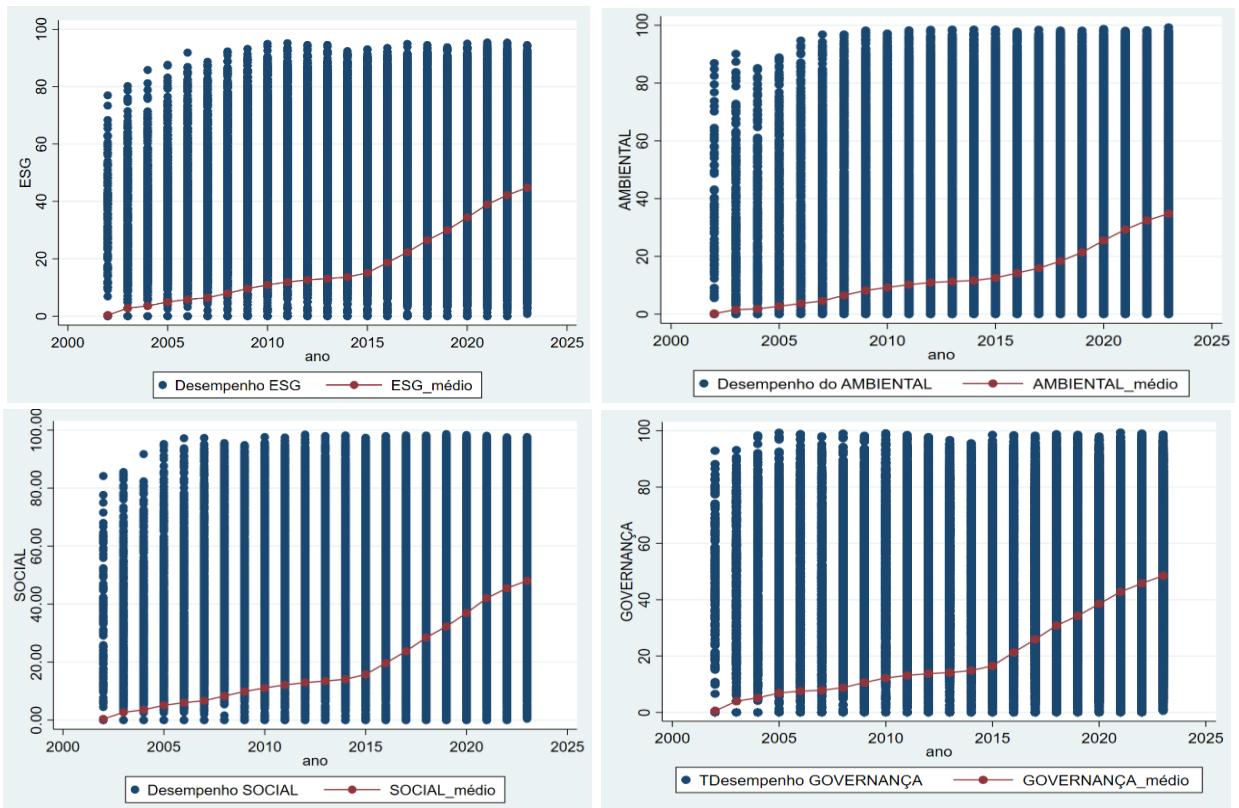
No que diz respeito as variáveis de controle, pode-se observar que a média de alavancagem financeira entre as duas subamostras se aproxima da média geral, sendo que as empresas dos países que adotam o Common Law registraram 1% de endividamento a mais do que a média daqueles de Civil Law. O retorno sobre ativo foi negativo para as duas subamostras, enquanto isso, com um Q de Tobin igual 4,96 acima da média geral, as firmas localizadas nos estados que adotam o regime Common Law são mais valorizadas do que as suas contrapartes que seguem o Civil Law, que tiveram uma média de Q de Tobin igual a 1,43. Os resultados do teste “Oneway Anova” apontam que há diferença significativa entre as médias das duas subamostras para todas as variáveis consideradas neste estudo.

Os dados sugerem que pode haver uma menor adoção de práticas ambientais, sociais e de governança nos países com o regime Common Law, dado que a performance ESG (e seus três pilares) apresentou, em média, níveis inferiores em comparação aos países que adotam o regime Civil Law. Estes achados são diferentes dos resultados encontrados por Jouber (2019),

que considerou menos países para cada um dos dois regimes, sendo que muitos não integram a amostra deste estudo. Apesar do nível baixo de performance ESG, assim como Chouabi e Rossi (2022) e Ghabri (2022), é importante ressaltar que as firmas localizadas em países Common Law continuam sendo mais valorizadas do que as companhias que atuam em países em que o Civil Law é o principal regime institucional legal, o que pode ser explicado pelo fato de que a aplicação mais branda da lei continua sendo um fator determinante para atrair investimentos nestes mercados.

Para observar a evolução da adoção das práticas ambiental, social e de governança dos países ao longo do período do estudo, apresenta-se os gráficos na Figura 1. É notável que os escores médios de ESG, Ambiental, Social e Governança das empresas teve um aumento significativo desde 2002 até 2023. De modo específico, os dados apontam um comportamento de mudança mais acentuada das linhas de escores médios das 4 variáveis a partir de 2015.

Figura 1: Evolução da adoção das práticas ESG nos países de 2002 a 2023



Fonte: Resultados da Pesquisa

Esse fenômeno reflete o efeito de três eventos climáticos organizados pela Organização das Nações Unidas no ano de 2015, como por exemplo a 21^a Conferência das Partes (COP21), que viabilizou a assinatura do Acordo de Paris, o tratado global que objetivou a redução das

emissões de gases de efeito estufa e o combate do aquecimento do planeta. No mesmo ano destacam-se outros dois eventos importantes como a Terceira Conferência Internacional sobre Financiamento para o Desenvolvimento (FpD3) de Addis Abeba e a Cúpula do Desenvolvimento Sustentável da ONU que aconteceu em Nova Iorque.

Em seguida, apresenta-se na Tabela 5, os resultados do teste de correlação de Pearson entre as variáveis do estudo. Como pode-se observar o gerenciamento de resultados apresenta uma associação positiva com a performance ESG e seus três pilares, enquanto isso, a mesma relação foi negativa com o *rating* soberano. Em relação às variáveis de controle, observou-se que a alavancagem financeira, o tamanho e a idade da firma apresentam uma associação positiva com o escore ESG e seus três componentes, enquanto o retorno sobre ativo, o Q de Tobin e a liquidez corrente se associam negativamente com todas as variáveis dependentes. Com exceção da variável Gerenciamento de Resultados, com o p-valor < 0,05 todos os outros coeficientes de correlação são estatisticamente significativos.

Vale destacar que, embora a maioria das correlações entre as variáveis independentes e de controle seja baixa, alguns coeficientes apresentam valores moderados, como a correlação entre tamanho da firma e retorno sobre ativo (0,53), entre retorno sobre ativo e alavancagem (0,59) e entre retorno sobre ativo e Q de Tobin (-0,613). Para uma análise mais robusta da multicolinearidade, foi realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), cujo valor médio e máximo foi inferior a 3, indicando que não há indícios preocupantes de multicolinearidade entre as variáveis do modelo.

Esses resultados empíricos indicam que os eventos climáticos capitaneados pelas Nações Unidas tiveram forte adesão dos países que desenvolveram políticas que incentivam a responsabilidade ambiental, social e de governança das empresas que neles atuam. Salvia et al. (2019) e Tsalis et al. (2020) destacaram um aumento dos esforços consentidos para promover práticas socioambientais no meio corporativo. É possível observar que a evolução do escore médio segue o mesmo comportamento tanto para o ESG quanto para os três componentes individuais para as empresas localizadas nos 11 países que compõem a amostra geral.

Tabela 5: Correlação de Pearson entre as variáveis do estudo

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
ESG (1)	1.0000											
AMBIENTAL (2)	0.9127*	1.0000										
SOCIAL (3)	0.9713*	0.8659*	1.0000									
GOVERNANÇA (4)	0.9217*	0.7473*	0.8451*	1.0000								
REM (5)	0.0036	0.0028	0.0035	0.0037	1.0000							
RAT_SOBERANO (6)	-0.0845*	-0.1276*	-0.0962*	-0.0538*	0.0146*	1.0000						
TAM (7)	0.5811*	0.5470*	0.5610*	0.5215*	-0.0048	-0.1264*	1.0000					
ROA (8)	0.1264*	0.1205*	0.1167*	0.1196*	-0.0031	-0.0939*	0.5365*	1.0000				
ALAV (9)	0.0490*	0.0554*	0.0500*	0.0368*	0.0003	0.0352*	-0.2873*	-0.5940*	1.0000			
QTOBIN (10)	-0.0670*	-0.0801*	-0.0607*	-0.0590*	0.0038	0.0690*	-0.4316*	-0.6133*	0.4698*	1.0000		
LC (11)	-0.1664*	-0.1885*	-0.1468*	-0.1386*	0.0010	0.0676*	-0.1327*	0.1265*	-0.2358*	-0.0705*	1.0000	
IDADE (12)	0.2617*	0.2642*	0.2390*	0.2409*	0.0023	-0.1051*	0.2541*	0.1271*	-0.0423*	-0.0953*	-0.1011*	1.0000

Nota: ESG - Performance ESG; AMBIENTAL - Performance ambiental; SOCIAL – Performance Social; GOVERNANÇA – Performance Governança; REM – Gerenciamento de Resultados; RATSOB – Rating soberano; ALAV - Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

2.4.2 Resultados do Modelo Nulo / Vazio sem Preditores

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões dos modelos nulos, sem preditores, nos quais os interceptos aleatórios consideram a média das variáveis que mensuram a performance ESG e seus três componentes individuais. Os modelos nulos não incluem variáveis independentes nem de controle, permitindo a avaliação da magnitude da influência de cada nível (país, firma e tempo) na variação das variáveis dependentes. Essa influência é captada pela decomposição das variâncias, calculada por meio do Índice de Correlação Intraclasse (ICC).

Os resultados indicam que o nível país influencia a variação dos escores ESG (3,41%), Ambiental (3,94%), Social (3,45%) e Governança (7,97%). Esses achados sugerem que as diferenças na performance ESG e em seus componentes individuais podem estar associadas a fatores institucionais, como estrutura regulatória, políticas governamentais, exigências de transparência e cultura empresarial predominante em cada país. Países com regulações ambientais e sociais mais rigorosas, por exemplo, tendem a incentivar práticas mais sustentáveis, enquanto nações com menor *enforcement* regulatório podem apresentar variações mais acentuadas entre as empresas (Chouaibi, Chouaibi & Rossi, 2021; Cotei, Farhat & Abugri, 2011; Ghabri, 2022).

Tabela 6: Efeitos das atividades ESG sobre o Desempenho – Modelo Nulo

	ESG	AMBIENTAL	SOCIAL	GOVERNANÇA
Observações	106795	106795	106795	106795
Interceptos	13.2135***	11.6786***	14.4849***	13.6226***
Estimadores(variância) // Parâmetros de Efeitos Aleatórios				
País	18.47721	21.3139	25.232	13.25709
Firma	207.8478	191.1236	226.543	239.4891
Tempo	1.93980	1.4782	1.09719	2.10562
Total	228.2648	213.9157	252.8722	254.8418
Correlação Coeficiente Interclasse (ICC)				
Nível 1 (País)	3.41%	3.94%	3.45%	7.97%
Nível 2 (Firma)	50.85%	48.68%	48.22%	42.31%
Nível 3 (Tempo)	45.74%	47.38%	48.33%	49.72%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
LR Test (Chi2)	69825.15***	62497.0***	66523.63***	56219.68***

Notes: QTOBIN – Q de Tobin; ROA – Retorno sobre ativo; ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido

***Significância de 1%.

No nível firma, a variação nos escores ESG (50,85%), Ambiental (48,68%), Social (48,22%) e Governança (42,31%) evidencia que características organizacionais desempenham um papel predominante na determinação do desempenho sustentável. Fatores como estratégia corporativa, setor de atuação, tamanho da empresa, estrutura de governança interna e compromisso da alta administração com práticas ESG pode explicar essa variabilidade (Jesuka & Peixoto, 2022). Empresas com modelos de negócio mais alinhados à sustentabilidade e que enfrentam maior pressão de stakeholders, por exemplo, tendem a obter escores ESG mais elevados.

O nível tempo, por sua vez, influenciou a variação do desempenho ambiental entre 45,74% e 49,72%, sugerindo que mudanças temporais, como evolução das políticas ambientais, avanços tecnológicos e oscilações macroeconômicas, impactam diretamente a adoção e o aprimoramento das práticas ambientais corporativas. Eventos globais, como crises financeiras ou compromissos internacionais de sustentabilidade, também podem afetar a performance ESG ao longo dos anos.

Com p-valor < 0,05, os resultados dos testes de máxima verossimilhança (Teste LR) apresentados na Tabela 6 são estatisticamente significativos, confirmando que a modelagem multinível é mais adequada para os modelos considerados neste estudo. Isso reforça a importância de considerar a estrutura hierárquica dos dados e a influência simultânea de fatores em diferentes níveis para compreender a variação nos escores ESG, ambientais, sociais e de governança das empresas analisadas.

2.4.3 Resultados dos Modelos de Gerenciamento Real de Resultados

A Tabela 7 apresenta os resultados dos modelos de gerenciamento real de resultados estimados por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Seguindo a metodologia de Roychowdhury (2006), foram estimadas as atividades anormais de fluxo de caixa operacional (AbnCFO), custo de produção (AbnPROD) e despesas discricionárias (AbnDESPDISC), conforme descrito anteriormente na seção metodológica deste estudo.

Como pode-se verificar, os resultados indicam que, para as empresas da amostra, o fluxo de caixa anormal (AbnCFO) é positivamente e significativamente influenciado pelas vendas do ano corrente e negativamente impactado pela variação das vendas, ambos ao nível de significância de 1%. Isso sugere que um aumento nas vendas pode resultar em um fluxo de caixa operacional anormalmente alto, possivelmente devido a práticas de antecipação de receitas ou estratégias de aceleração de vendas para melhorar os números financeiros no curto prazo.

Tabela 7: Modelo de Gerenciamento Real de Resultados das empresas

Variáveis	AbnCFO	AbnPROD	AbnDESPDISC
$\frac{1}{AT_{i,t-1}}$	-412.54*** (4.2561)	113.4680*** (0.9405)	2004.1186*** (62.7647)
$\frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}}$	0.1367** (0.0582)	-0.0312 (0.0417)	
$\frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}}$	-0.1237** (0.0582)	0.0335 (0.0417)	
$\frac{\Delta VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}}$		0.0185** (0.0083)	
$\frac{VENDt_{i,t} - 1}{AT_{i,t-1}}$			0.4786 (0.6236)
Constante	-8.4308 (5.9646)	0.5228 (0.4658)	69.2481 (67.0407)
Observações	106795	106795	106795
R² ajustado	0.077	0.256	0.008

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. Todas as regressões foram estimadas pelos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e baseados nos modelos de gerenciamento real de resultados de Roychowdhury (2006) representado pelas seguintes equações:

$$\text{Regressão (1)} \quad \text{AbnCFO}_{t,i} = \frac{\text{CFO}_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t$$

$$\text{Regressão (3): } \text{AbnPROD}_{t,i} = \frac{\text{PROD}_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t$$

$$\text{Regressão (2): } \text{AbnDESPDISC}_{t,i} = \frac{\text{AbnDESPDISC}_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDt_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t$$

O custo de produção anormal (AbnPROD), por sua vez, é significativamente influenciado, ao nível de 1%, tanto pelas vendas do período quanto pela variação defasada das vendas, embora a variação das vendas tenha apresentado um efeito negativo. Esses achados indicam que a manipulação dos custos de produção pode estar sendo utilizada como uma estratégia para suavizar os lucros ou para apresentar melhor desempenho financeiro em determinados períodos, o que está alinhado com a literatura sobre gerenciamento de resultados (Feng & Wu, 2021; Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021).

Já no caso das despesas discricionárias anormais (AbnDESPDISC), os resultados não apontam influência significativa das variáveis relacionadas às vendas, sugerindo que, para as empresas analisadas, essa forma de gerenciamento real de resultados pode não ser uma estratégia predominante. Isso pode ocorrer devido a características setoriais, restrições orçamentárias ou menor flexibilidade na manipulação dessas despesas em comparação com as outras práticas analisadas (Grimaldi et al., 2020; Mutuc, Lee & Tsai, 2019).

De modo geral, os achados corroboram estudos anteriores, como os de Al-Haddad e Whittington (2019), Roychowdhury (2006) e Xi e Xiao (2022), ao indicarem que as práticas de gerenciamento real de resultados das empresas podem estar relacionadas a movimentações atípicas de ativos e suas variações, bem como a padrões anormais no fluxo de caixa operacional, custo de produtos vendidos e, em menor grau, nas despesas discricionárias. Esses resultados reforçam a importância de considerar diferentes mecanismos de gerenciamento real de resultados na avaliação da qualidade da informação contábil e do desempenho financeiro das empresas.

2.4.4 Efeito do *Rating* Soberano e do Gerenciamento de Resultados na Performance ESG

Os resultados das regressões são apresentados na Tabela 8, na qual se observa, nos modelos 1, 3, 5 e 7, os efeitos do *rating* soberano e do gerenciamento real de resultados sobre a performance ESG e seus três componentes, considerando também as variáveis de controle. Nos modelos 2, 4, 6 e 8, foi incluída a variável de interação para analisar o papel do *rating* soberano na relação entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG e seus pilares.

Os achados dos modelos 1, 3, 5 e 7 indicam que o gerenciamento real de resultados apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa, ao nível de 10%, com a performance ESG, bem como com seus três componentes: ambiental, social e de governança. Com base nos coeficientes estimados, infere-se que a prática de gerenciamento pode aumentar a performance ESG em 9,86%, a performance ambiental em 7,5%, a performance social em 9,97% e a performance de governança em 1,71%. Essas evidências sugerem que práticas de gerenciamento de resultados financeiros, por meio de fluxo de caixa, custo de produção e despesas discricionárias anormais, pode elevar a possibilidade de manipulação dos dados ambientais, sociais e de governança. Isso indicaria que empresas podem utilizar tais práticas para influenciar stakeholders, transmitindo uma percepção de sustentabilidade que não necessariamente reflete a realidade dessas firmas.

Os resultados obtidos divergem dos achados de Dimitropoulos (2022) e Gonçalves, Gaio e Ferro (2021), que identificaram uma relação negativa entre gerenciamento real de resultados (REM) e desempenho ESG. No entanto, corroboram os estudos de Velte (2021) e Adeneye e Kammoun (2022), que também observaram um efeito positivo do REM sobre a performance ESG e seus componentes individuais em empresas situadas em países emergentes. Velte (2021) destaca que empresas que praticam gerenciamento de resultados tendem a alterar dados ambientais e sociais divulgados, transmitindo ao mercado e à sociedade uma percepção distorcida de suas práticas de responsabilidade socioambiental.

Além disso, Pineau, Le e Etran (2022) relatam que, em períodos pré-avaliação, gestores com boa reputação em engajamento socioambiental podem se aproveitar dessa imagem para manipular dados ESG, buscando, artificialmente, melhorar a performance ESG da empresa. Por fim, Adeneye e Kammoun (2022) alertam que essas práticas antiéticas dos gestores podem levar o mercado a questionar a credibilidade dos escores ESG divulgados pelas empresas, sugerindo que tais indicadores podem não refletir com precisão a real responsabilidade socioambiental das organizações.

Em relação ao rating soberano, os modelos 1, 3, 5 e 7 indicam uma relação estatisticamente positiva e significativa, ao nível de 1%, com a performance ESG e seus três pilares ambiental, social e de governança. Isso sugere que uma melhoria na classificação de risco soberano dos países está associada a um aumento nos escores ESG das firmas. Especificamente, os dados mostram que uma elevação na classificação de risco soberano eleva a performance ESG em 1,27 ponto, a performance ambiental em 0,49 ponto, a performance social em 1,71 ponto e a performance de governança em 2,03 pontos.

Esses achados são consistentes com os resultados de Lin, Zhang e Zhang (2020) e Ntsalaze, Boako e Alagidede (2017), que também identificaram que uma melhora na qualidade do rating soberano impulsiona os escores ESG de companhias situadas em países emergentes. Considerando que, exceto o Brasil, todos os países da amostra deste estudo possuem classificação de grau de investimento pelas agências de rating, é possível inferir que a estabilidade política e econômica refletida no rating soberano pode estar associada a um maior engajamento das empresas locais com práticas de responsabilidade social e de governança.

Diversos estudos já demonstraram que países com melhores ratings são preferidos por investidores individuais e institucionais para alocação de recursos. Como consequência, as empresas que operam nesses mercados tendem a ser mais valorizadas e a desfrutar de vantagens competitivas de longo prazo (Angelova et al., 2021; Jang et al., 2020; Jesuka & Peixoto, 2022; Pineau, Le & Etran, 2022). Nesse sentido, assim como apontado por Dimitropoulos (2022), é provável que os impactos positivos do rating soberano na performance ESG e em seus componentes sociais e de governança reforcem a segurança jurídica e a confiança dos investidores. Isso pode estimular investimentos em mercados que priorizam a responsabilidade social corporativa, fortalecendo o compromisso das empresas com práticas sustentáveis e éticas.

Em relação às variáveis de controle, a alavancagem financeira apresenta uma influência estatisticamente positiva e significativa ao nível de 1% sobre a performance ESG e seus três pilares. Esse resultado sugere que um maior nível de endividamento pode estar associado ao

financiamento de projetos sustentáveis por parte das empresas. Esse achado está alinhado com o estudo de Al-Amosh et al. (2022), mas contradiz os resultados de Adeneye, Kammoun e Ab Wahab (2022) e Barros et al. (2022), que identificaram uma relação negativa entre alavancagem e desempenho ESG.

Uma possível explicação para essa diferença é que as empresas localizadas nos países analisados, têm maior acesso a capital vinculado a iniciativas sustentáveis. Esse acesso pode ocorrer por meio de instrumentos financeiros como fundos de investimento ESG e títulos verdes, que incentivam o financiamento de projetos voltados à responsabilidade social, ambiental e de governança. Dessa forma, o endividamento das empresas pode ser um reflexo de sua estratégia para captar recursos destinados à implementação de práticas sustentáveis e ao fortalecimento de sua imagem perante investidores e *stakeholders*.

O retorno sobre ativos e a liquidez corrente apresentam efeitos negativos sobre a performance ESG e seus três pilares, sugerindo que empresas mais lucrativas e com maior liquidez tendem a reduzir seu comprometimento com práticas ambientais, sociais e de governança. Isso pode estar relacionado ao fato de que empresas com maior rentabilidade podem priorizar a maximização dos lucros no curto prazo, em detrimento de investimentos sustentáveis, enquanto firmas com maior liquidez podem ser mais conservadoras em seus gastos, alocando menos recursos para iniciativas ESG.

Por outro lado, o Q de Tobin tem um efeito positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que um aumento no valor de mercado das empresas melhora a performance ESG em 0,094 pontos, a performance social em 0,1229 e a performance de governança em 0,1616. Esse achado sugere que empresas mais valorizadas pelo mercado tendem a ser mais bem avaliadas em aspectos ESG, possivelmente porque investidores e stakeholders consideram práticas sustentáveis como um fator relevante para a valorização da empresa no longo prazo.

Esses resultados corroboram a literatura anterior, que aponta o desempenho financeiro e o valor das empresas como determinantes da performance ESG (Al-Amosh et al., 2022; Velte, 2019). Além disso, reforçam a ideia de que o mercado pode recompensar empresas que adotam práticas responsáveis, fortalecendo a relação entre sustentabilidade e criação de valor para os acionistas. Além disso, o tamanho e a idade da firma apresentam uma relação positiva e significativa ao nível de 1%, sugerindo que empresas maiores e com mais tempo de atuação no mercado tendem a ter um melhor desempenho ESG, incluindo seus pilares ambiental, social e de governança.

Tabela 8: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG – Amostra Geral

Variáveis	PERFORMANCE ESG		PERFORMANCE AMBIENTAL		PERFORMANCE SOCIAL		PERFORMANCE GOVERNANÇA	
	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5	Modelo6	Modelo7	Modelo8
REM	0.0987* (0.0594)		0.0815* (0.0674)		0.1105* (0.0681)		0.1254* (0.0794)	
RATSOB		1.2711*** (0.0661)		0.492*** (0.0752)		1.1711*** (0.0757)		2.0261*** (0.0876)
REM*RATSOB		-0.348*** (0.1172)		-0.2036** (0.1330)		-0.4083*** (0.1343)		-0.4346*** (0.1561)
ALAV	1.0850*** (0.3602)	1.062*** (0.3605)	1.657*** (0.4095)	1.6362*** (0.4097)	1.4363*** (0.4115)	1.3943*** (0.4117)	0.2539 (0.4741)	0.2095 (0.4743)
ROA	-2.1956*** (0.1799)	-2.210*** (0.1800)	-2.202*** (0.2044)	-2.2080*** (0.2045)	-2.3180*** (0.2057)	-2.3294*** (0.2057)	-2.3277*** (0.2375)	-2.3388*** (0.2376)
TAM	4.1956*** (0.0979)	4.227*** (0.0981)	2.662*** (0.1121)	2.6715*** (0.1122)	4.8784*** (0.1092)	4.8935*** (0.1093)	5.4184*** (0.1192)	5.4317*** (0.1193)
QTOBIN	0.0944*** (0.0262)	0.091*** (0.0263)	-0.0067 (0.0298)	-0.0085 (0.0298)	0.1229*** (0.0300)	0.1194*** (0.0300)	0.1616*** (0.0346)	0.1579*** (0.0346)
LC	-0.0587* (0.0349)	-0.0596* (0.0349)	0.0450 (0.0396)	0.0450 (0.0396)	-0.0843** (0.0398)	-0.0841** (0.0398)	-0.1333*** (0.0458)	-0.1329*** (0.0458)
IDADE	0.2293*** (0.0122)	0.229*** (0.0122)	0.248*** (0.0143)	0.2482*** (0.0143)	0.2124*** (0.0129)	0.2120*** (0.0129)	0.2129*** (0.0127)	0.2126*** (0.0127)
Constante	-6.0308*** (0.2668)	1.569*** (0.2671)	-5.740*** (0.2596)	-5.7409*** (0.2604)	-5.9081*** (0.2687)	-5.9095*** (0.2687)	1.7300*** (0.2708)	1.7293*** (0.2708)
Observações	41909	41909	41909	41909	41909	41909	41909	41909
LR Teste	24790.7***	247765.7***	25142.2***	25139.09***	22493.3***	22495.9***	17217.1***	17218.6***
R² de Wald	50351.6***	50471.2***	27765.1***	27767.57***	43307.40***	43324.45***	32093.62***	32106.23***
VIF Médio	1.35	1.40	1.35	1.40	1.35	1.40	1.35	1.40
VIF Máximo	2.25	2.49	2.25	2.49	2.25	2.49	2.25	2.49
Nível Firma	62.77%	62.73%	64.79%	64.77%	58.57%	58.54%	49.36%	49.34%
Nível País	5.45%	5.44%	7.17%	7.17%	5.89%	5.88%	5.71%	5.70%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Esses achados estão em linha com os resultados de Adeneye e Kammoun (2022). O efeito positivo do tempo reforça que a performance ESG e seus três pilares melhoram ao longo do horizonte temporal analisado, possivelmente devido ao amadurecimento das estratégias corporativas voltadas à sustentabilidade e à crescente pressão regulatória e social para adoção de práticas responsáveis

Como já foi destacado, os modelos 2, 4, 6 e 8 foram feitos para testar o papel do *rating* soberano na relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG. Ainda não foi encontrado um estudo que testou essa relação tão importante para investigar se as práticas de manipulação de dados financeiros nos países que possuem as melhores classificações de risco soberano podem ter o mesmo efeito no escore ESG. Como pode-se observar, a interação entre gerenciamento real de resultados (REM) e rating soberano (RATSOB) apresentou um efeito estatisticamente negativo e significativo ao nível de 1% sobre a performance ESG e seus três pilares.

Esses resultados sugerem uma possível relação entre a manipulação de resultados e a qualidade do ambiente institucional do país, na qual práticas de gerenciamento real de resultados podem estar associadas a desempenhos ESG mais baixos em países com melhor classificação de *rating* soberano. No entanto, essa relação deve ser interpretada com cautela, pois podem existir outros fatores não observados que influenciam essa dinâmica. A inexistência de estudos anteriores que investigassem o papel moderador do *rating* soberano na relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG torna este achado inédito. No entanto, ele pode ser explicado pela combinação de dois fatores amplamente discutidos na literatura e já abordados no referencial teórico deste capítulo.

Em primeiro lugar, Pineau, Le e Estran (2022) argumentam que países com grau de investimento na escala de classificação de risco soberano das agências de *rating* oferecem maior segurança jurídica e estabilidade econômica e política, o que, em teoria, protege os investidores e reduz a incerteza no mercado de capitais. Dimitopoulos (2022) reforça essa perspectiva ao afirmar que tais países, caracterizados por um ambiente regulatório rigoroso e um alto nível de monitoramento, limitam comportamentos oportunistas e antiéticos por parte das empresas, evitando instabilidades e fortalecendo a confiança dos investidores no mercado global. Os achados desta pesquisa corroboram essas premissas ao indicar que a performance ESG e seus pilares – ambiental, social e de governança – divulgada pelas empresas nesses países tende a ser mais confiável e menos suscetível a tentativas de manipulação para inflacionar artificialmente a percepção de responsabilidade socioambiental e corporativa dos executivos.

Outro aspecto relevante para justificar esses resultados diz respeito ao crescimento da demanda mundial pela avaliação de riscos ambientais, que levou as agências de *rating* a incorporarem critérios ESG em suas metodologias de classificação de risco corporativo e soberano (Angelova et al., 2021; Chodnicka-Jaworska, 2021; Saadaoui & Soobaroyen, 2018). Essa mudança reflete as pressões cada vez maiores para que governos e empresas assumam compromissos concretos em relação às questões ambientais e sociais, além de destacar o papel fundamental das agências de *rating* na avaliação das iniciativas sustentáveis adotadas pelos agentes econômicos.

Com base na conclusão de Pineau, Le e Estran (2022), pode-se inferir que a confiança transmitida por países com *ratings* soberanos elevados atrai investidores individuais e institucionais engajados em questões ambientais. Isso pode explicar por que a maior parte dos fundos de investimento voltados à responsabilidade social e ambiental são direcionados para esses territórios, onde a segurança regulatória e a estabilidade institucional garantem maior credibilidade às práticas ESG das empresas.

Analizando os dois pontos de vista opostos da literatura sobre os efeitos do gerenciamento de resultados na performance ESG, as evidências encontradas neste trabalho fornecem uma base para inferir que os gestores podem gerenciar os dados ESG com o objetivo de atender aos seus interesses. À luz da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), além do conflito agente-principal, essa discussão amplia o problema da agência para um conflito de interesses entre empresas e sociedade nos quesitos ambientais.

O custo de agência é incorrido pela sociedade à medida que esta exige mais investimentos dos agentes governamentais para reforçar o controle sobre a responsabilidade social e ambiental das empresas (Dinga, Li & Wu, 2018; Hübel, 2022). Além disso, destaca-se o ativismo socioambiental e o papel das organizações não governamentais, que são iniciativas apoiadas financeiramente pela sociedade e exercem pressão tanto sobre as autoridades quanto sobre as empresas para promover práticas voltadas à resolução dos problemas ambientais e sociais que afligem a humanidade.

Os resultados mostram que as agências de classificação de risco desempenham um papel crucial na luta contra a manipulação de dados financeiros e ambientais. Verificou-se que o gerenciamento real de resultados reduz as performances ESG, ambiental, social e de governança em empresas localizadas em países com melhor qualidade de *rating* soberano. Conforme destacam Angelova et al. (2021) e Jang et al. (2020), se os investidores continuam a se basear nos relatórios de classificação de risco para decidir onde aplicar seus recursos, é fundamental

considerar que tanto indivíduos quanto fundos de investimentos verdes buscam territórios onde os dados sobre responsabilidade ambiental e social sejam confiáveis.

De modo geral, esses resultados levam à rejeição das hipóteses H1a, H1b, H1c e H1d deste estudo, pois, ao contrário do esperado, verificou-se que as práticas de gerenciamento real de resultados aumentam a performance ESG. Por outro lado, as hipóteses H2a, H2b, H2c e H2d foram confirmadas, uma vez que o *rating* soberano influencia positivamente a performance ESG, bem como seus três pilares. A principal descoberta deste estudo é o efeito moderador do *rating* soberano na relação entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG. Esse achado confirma as hipóteses H3a, H3b, H3c e H3c, sugerindo que, em países com melhores classificações de risco soberano, a estabilidade político-econômica, a segurança jurídica e a rigidez no cumprimento das leis reduzem o comportamento oportunista dos gestores na manipulação de dados financeiros e de responsabilidade socioambiental, conforme também observado por Dimitropoulos (2022).

Essas evidências não apenas corroboram as teorias da agência, dos stakeholders e da sinalização, mas também destacam a existência de um conflito de interesses entre gestores que praticam gerenciamento de resultados e investidores motivados por preocupações sociais e ambientais. Além disso, este estudo revela um segundo nível de conflito, envolvendo a relação entre as firmas, a sociedade e o meio ambiente. Em um cenário de aumento do endividamento, os gestores tendem a priorizar aspectos financeiros em detrimento das questões sociais e ambientais, que são de interesse da sociedade e de outras partes interessadas, resultando na redução dos escores ESG. À luz da teoria dos stakeholders, pode-se inferir que o impacto positivo das práticas de gerenciamento de resultados na performance ESG não apenas afeta o relacionamento das firmas com sua rede de *stakeholders*, mas também pode gerar um sinal negativo ao mercado, levantando questionamentos sobre a efetividade da responsabilidade socioambiental das empresas.

2.4.5 Rating Soberano, Gerenciamento de Resultados e Performance ESG: *Common Law versus Civil Law*

Os resultados apresentados indicam que uma melhora na qualidade do *rating* soberano tem um efeito positivo sobre a performance ESG e seus três pilares. Em outras palavras, empresas localizadas em países classificados como grau de investimento pelas agências de *rating* apresentam melhor desempenho ambiental, social e de governança. Esses achados ressaltam a importância da estabilidade político-econômica na efetividade da aplicação dos princípios ESG. No entanto, além do *rating* soberano, o ambiente institucional e legal também

é apontado na literatura como um fator externo que pode influenciar as atividades empresariais (Ghabri, 2022; Pathak & Gupta, 2022; Salhi et al., 2020). Em consonância com as hipóteses H3a, H3b e H3c deste estudo, as Tabelas 9, 10, 11 e 12 apresentam os resultados das regressões que avaliam se os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* soberano sobre a performance ESG variam entre empresas sediadas em países que adotam os regimes Common Law e Civil Law.

A Tabela 9 apresenta os resultados da relação entre gerenciamento real de resultados, *rating* soberano e performance ESG, comparando os dois ambientes institucionais legais. Como pode-se observar, no Modelo 1, o REM exerce um efeito positivo e significativo, ao nível de 5%, sobre a performance ESG das empresas situadas em países que adotam o regime Civil Law. Em contrapartida, no Modelo 3, essa relação se mostra negativa nos países que seguem o sistema Common Law. Essa diferença corrobora com a hipótese H4a, e pode ser explicada por diversas razões. Primeiramente, países com tradição em Civil Law tendem a possuir sistemas regulatórios mais rígidos e um alto nível de intervenção estatal, o que pode favorecer uma maior supervisão das práticas corporativas e incentivar as empresas a adotarem políticas ESG mais robustas, mesmo em um contexto de gerenciamento de resultados (Salhi et al., 2019; Yamen, Kuzey & Dinc, 2022). Nesse ambiente, o REM pode ser utilizado como uma estratégia de ajuste gerencial para alinhar práticas contábeis e operacionais às exigências regulatórias e às expectativas sociais, resultando em um impacto positivo na performance ESG.

Por outro lado, nos países que seguem o sistema Common Law, onde as leis são mais baseadas em precedentes e a governança corporativa depende fortemente da proteção dos acionistas e do mercado, a flexibilidade regulatória pode permitir que os gestores utilizem o REM para fins oportunistas (Chouaibi, Chouaibi & Rossi, 2021; Leuz, Nanda & Wysockic, 2003). Isso pode levar à manipulação dos dados financeiros e ESG, reduzindo a transparência e comprometendo a credibilidade das métricas ambientais, sociais e de governança. Nesse cenário, o mercado pode interpretar o gerenciamento de resultados como um sinal de menor confiabilidade nas práticas ESG das empresas, resultando no efeito negativo observado.

Além disso, a estrutura de *enforcement* e o nível de proteção aos investidores podem influenciar essa dinâmica. Pois de acordo com Jouber (2020), em países Common Law, onde há maior proteção aos acionistas minoritários e o mercado desempenha um papel mais ativo na disciplina das empresas, investidores podem reagir negativamente à prática de gerenciamento de resultados, impactando negativamente a avaliação ESG. Já em países Civil Law, onde o *enforcement* tende a ser mais burocrático e baseado em regulamentações estatais (La Porta et

al., 1997), as empresas podem encontrar maior flexibilidade para utilizar o REM de maneira estratégica sem comprometer a confiança do mercado.

Tabela 9: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG – Common Law versus Civil Law

Variáveis	CIVIL LAW		COMMON LAW	
	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4
REM	0.10309** (0.0712)		-3.4502*** (1.0802)	
RATSOB	1.3012*** (0.1234)		1.8964*** (0.0824)	
REM*RATSOB		-0.0010* (0.0010)		-0.0108 (0.0100)
ALAV	3.9567*** (1.4700)	3.9198*** (1.4705)	0.5350* (0.3456)	0.5511 *** (0.3455)
ROA	-4.4499*** (1.8889)	-4.4673*** (1.8889)	-1.9323*** (0.1683)	-1.8858*** (0.1687)
TAM	6.7072*** (0.2598)	6.7120*** (0.2598)	3.7789*** (0.1015)	3.7799*** (0.1015)
QTOBIN	0.1395 (0.1270)	-0.1385 (0.1270)	0.0905*** (0.0249)	0.0899*** (0.0249)
LC	0.33806** (0.1457)	0.3403** (0.1458)	-0.1031*** (0.0334)	-0.1050*** (0.0334)
IDADE	0.14057*** (0.03004)	0.1403*** (0.0300)	0.2361*** (0.0130)	0.2361*** (0.0130)
Constante	2.7123*** (0.0178)	2.3504*** (0.0466)	2.0171*** (0.4064)	2.0168*** (0.4064)
Observações	10530	10530	31379	31379
LR Teste	4927.09***	4927.38***	41718.24***	41717.35***
R² de Wald	11424.39***	11425.19***	19914.8***	19912.07 ***
VIF Médio	1.36	1.40	1.36	1.40
VIF Máximo	2.47	2.18	2.47	2.18
Nível Firma	68.19%	68.19%	68.19%	68.19%
Nível País	13.59%	13.601%	13.59%	13.601%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Esses achados sugerem que o impacto do REM sobre a performance ESG não é uniforme e depende do ambiente institucional e legal no qual as empresas operam. Isso reforça a importância de considerar fatores contextuais ao analisar a relação entre práticas contábeis e desempenho sustentável. Alinhado com a hipótese (H4b), os resultados indicam que o *rating* soberano exerce uma influência positiva e significativa sobre a performance ESG em ambas as subamostras, sendo que seu impacto é mais expressivo nas empresas localizadas em países sob o regime Common Law (1,89) em comparação com aquelas em países Civil Law (1,30). Isso sugere que, em economias com sistemas jurídicos baseados em Common Law, onde há maior proteção aos acionistas e menor intervenção estatal, a classificação de risco soberano pode ser um fator determinante para a confiança dos investidores e para o comprometimento das empresas com práticas ESG.

No entanto, ao incluir a variável de interação entre *rating* soberano e gerenciamento de resultados nos Modelos (2) e (4), observa-se um efeito negativo sobre a performance ESG das empresas situadas em países que compõe as duas subamostras. Esse resultado reforça a hipótese (H4c), evidenciando que as diferenças institucionais influenciam a relação entre *rating* soberano, gerenciamento de resultados e performance ESG. A menor rigidez do *enforcement* em países Civil Law pode permitir que gestores utilizem práticas contábeis para ajustar os indicadores ESG, o que compromete sua efetividade. Já nos países Common Law, onde o *enforcement* de mercado é mais forte, essa prática não parece alterar significativamente a relação entre *rating* soberano e ESG (Mooneeapen, Abhayawansa & Khan, 2022; Salhi et al., 2019).

Analizando as variáveis de controle, observa-se que alavancagem financeira, tamanho da firma, Q de Tobin, liquidez corrente e idade possuem uma relação positiva com a performance ESG em ambas as subamostras. Esse achado sugere que empresas maiores, com maior liquidez e mais tempo de atuação no mercado, tendem a apresentar melhores práticas ESG. O resultado pode ser explicado pelo fato de que firmas mais consolidadas enfrentam maior pressão regulatória e de stakeholders para adotar práticas sustentáveis, além de possuírem mais recursos para investir em iniciativas ESG.

Por outro lado, o retorno sobre o ativo apresentou um efeito negativo e significativo sobre a performance ESG nas duas subamostras. Isso pode indicar que empresas mais lucrativas podem priorizar a maximização dos retornos financeiros em detrimento dos investimentos em sustentabilidade. Em mercados onde há menor pressão regulatória ou onde as práticas ESG ainda não são plenamente valorizadas, gestores podem optar por destinar recursos para

estratégias que aumentem a rentabilidade imediata, em vez de comprometer parte dos lucros com iniciativas socioambientais. Esses achados reforçam a importância do contexto institucional e da estrutura de governança na definição das práticas ESG, destacando que a relação entre fatores financeiros e desempenho sustentável pode variar conforme o ambiente regulatório e jurídico no qual as empresas operam.

A Tabela 10 compara os efeitos do gerenciamento de resultados (REM) e do *rating* soberano sobre a performance ambiental em países que adotam os sistemas Common Law e Civil Law. De forma consistente com os resultados obtidos para a performance ESG, os Modelos (1) e (3) indicam que o REM tem um impacto positivo e significativo na performance ambiental das empresas em países Civil Law, enquanto reduz a performance ambiental das empresas localizadas em países Common Law.

O *rating* soberano, por sua vez, apresenta uma relação positiva e significativa ao nível de 1% com a performance ambiental em ambas as subamostras, sugerindo que a estabilidade político-econômica favorece práticas ambientais mais robustas independentemente do sistema legal. As variáveis de controle mantêm os mesmos efeitos e níveis de significância observados anteriormente. Fatores como tamanho da firma, alavancagem financeira, Q de Tobin, liquidez corrente e idade continuam influenciando positivamente a performance ambiental, enquanto o retorno sobre ativos (ROA) apresenta um efeito negativo significativo.

Nos Modelos (2) e (4), a interação entre o *rating* soberano e o REM segue o mesmo padrão identificado para a performance ESG. Essa interação tem um efeito negativo significativo sobre a performance ambiental das empresas em países Civil Law, sugerindo que, mesmo em contextos de maior estabilidade política e econômica, a prática de gerenciamento de resultados pode comprometer o compromisso ambiental das firmas. No entanto, esse efeito não é significativo para as empresas localizadas em países Common Law, o que pode indicar que a flexibilidade regulatória e a governança corporativa nesses países atenuam o impacto negativo do gerenciamento de resultados sobre a performance ambiental.

Esses resultados confirmam as hipóteses H4a, H4b e H4c, reforçando que o ambiente institucional influencia a relação entre *rating* soberano, gerenciamento de resultados e performance ambiental, sendo as diferenças mais acentuadas no regime Civil Law.

Tabela 10: Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Ambiental – *Common Law versus Civil Law*

Variáveis	CIVIL LAW		COMMON LAW	
	Modelo1	Modelo2	Modelo1	Modelo4
REM	0.0746* (0.0783)		-1.7919* (1.2346)	
RATSOB	0.7766*** (0.1365)		1.3599*** (0.0942)	
REM*RATSOB		-0.0010* (0.0010)		-0.0092 (0.0114)
ALAV	1.7176 (1.6173)	1.6752 (1.6179)	1.2100*** (0.3957)	1.2110*** (0.3956)
ROA	-4.8228** (2.0794)	-4.8428** (2.0795)	-1.7510*** (0.1926)	-1.7153*** (0.1930)
TAM	6.4460*** (0.2841)	6.4513*** (0.2842)	1.9887*** (0.1173)	1.9967*** (0.1174)
QTOBIN	-0.04799 (0.1396)	-0.0492 (0.1396)	-1.0070 (0.0284)	-0.0086 (0.0285)
LC	0.2051 (0.1605)	0.2078 (0.1605)	0.01756 (0.0382)	0.0160 (0.0382)
IDADE	0.1998*** (0.0325)	0.1995*** (0.0325)	0.2358*** (0.0155)	0.2357*** (0.0155)
Constante	2.5754*** (0.0042)	2.5754*** (0.0042)	2.2279*** (0.4199)	2.2272*** (0.4199)
Observações	10530	10530	31379	31379
LR Teste	4557.68***	4558.12 ***	19994.18***	19285.4***
R² de Wald	9034.95***	9035.91***	19972.94**	11894.7***
VIF Médio	1.52	1.48	1.59	1.55
VIF Máximo	2.47	2.18	2.47	2.18
Nível Firma	63.29%	63.41%	63.29%	63.41%
Nível País	33.29%	33.30%	33.29%	33.30%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Os resultados apresentados nos Modelos (1) e (3) da Tabela 11 indicam que, assim como foi observado para as performances ESG e ambiental, o gerenciamento real de resultados aumenta a performance social das firmas localizadas em países com o regime Civil Law, enquanto reduz o escore social das empresas sediadas em países Common Law. Esses achados sugerem que, em ambientes Civil Law, onde a regulamentação é mais rígida, as empresas podem utilizar práticas de gerenciamento de resultados para demonstrar um maior compromisso com iniciativas sociais. Por outro lado, no contexto de Common Law, onde a governança corporativa é mais voltada ao mercado e menos dependente de regulamentações rígidas, essas práticas podem ser interpretadas como um sinal negativo, reduzindo a performance social das empresas.

O efeito do *rating* soberano permanece positivo e significativo em ambas as subamostras, reforçando a ideia de que um ambiente político e econômico mais estável favorece a adoção de práticas sociais responsáveis. Ao incluir a variável de interação entre *rating* soberano e REM nos Modelos (2) e (4), observa-se que o impacto negativo e significativo sobre a performance social persiste para as companhias em países Civil Law, sugerindo que, mesmo em um ambiente econômico estável, práticas de manipulação de resultados podem comprometer a legitimidade social das empresas. Já nos países Common Law, diferentemente do que ocorreu nas análises anteriores, a interação entre *rating* soberano e REM também apresenta um efeito negativo significativo, indicando que, nesses países, a manipulação de resultados pode ser interpretada como um sinal de menor comprometimento social, independentemente da estabilidade econômica.

Todas as variáveis de controle mantêm os mesmos efeitos e níveis de significância verificados nas análises anteriores. O tamanho da firma, a alavancagem financeira, o Q de Tobin, a liquidez corrente e a idade seguem impactando positivamente a performance social, enquanto o retorno sobre ativos (ROA) continua apresentando uma relação negativa. Essas evidências confirmam as hipóteses H4a, H4b e H4c, demonstrando que o ambiente institucional influencia significativamente a relação entre *rating* soberano, gerenciamento de resultados e performance social, com diferenças mais acentuadas entre os sistemas Common Law e Civil Law.

Tabela 11: Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Social – Common Law versus Civil Law

Variáveis	CIVIL LAW		COMMON LAW	
	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4
REM	0.1063* (0.0824)		-4.1038*** (1.2209)	
RATSOB	1.4787*** (0.1463)		2.0394*** (0.0932)	
REM*RATSOB		-0.0012* (0.0011)		-0.0094* (0.0113)
ALAV	2.8971* (1.6913)	2.8491* (1.6918)	0.9823*** (0.3896)	1.0060*** (0.3895)
ROA	-5.1322** (2.1791)	-5.1549** (2.1793)	-1.9824*** (0.1898)	-1.9339*** (0.1903)
TAM	7.4449*** (0.2915)	7.4506*** (0.2916)	4.5113*** (0.1122)	4.5089*** (0.1122)
QTOBIN	0.1507 (0.1462)	0.1494 (0.1462)	0.1216*** (0.0281)	0.1217*** (0.0281)
LC	0.5227*** (0.1683)	0.5257*** (0.1683)	-0.1565*** (0.0376)	-0.1584*** (0.0376)
IDADE	0.1466*** (0.0323)	0.1463*** (0.0323)	0.20839*** (0.0137)	0.2085*** (0.0137)
Constante	2.7516*** (0.0177)	2.7516*** (0.0177)	2.0120*** (0.4097)	2.0121*** (0.4097)
Observações	10530	10530	31379	31379
LR Teste	4436.33***	4436.95 ***	18460.75***	18455.91***
R² de Wald	10955.76***	10957.11***	35068.7***	35060.29***
VIF Médio	1.42	1.47	1.52	1.61
VIF Máximo	2.47	2.18	2.47	2.18
Nível Firma	64.06%	64.05%	64.06%	64.05%
Nível País	11.88%	11.89%	11.88%	11.89%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

A Tabela 12 apresenta a comparação do efeito do rating soberano e do gerenciamento de resultados sobre a performance de governança nos dois ambientes institucionais legais. Nos Modelos (1) e (3), observa-se que o REM tem um impacto positivo sobre a performance de

governança das empresas sediadas em países Civil Law, enquanto esse efeito é negativo para as empresas que operam sob o regime Common Law.

Esse resultado sugere que, em países Civil Law, o gerenciamento de resultados pode ser utilizado estratégicamente para sinalizar maior comprometimento com boas práticas de governança. Em contraste, nos países Common Law, a manipulação de resultados pode ser interpretada de forma negativa, refletindo menor transparência e comprometimento com padrões elevados de governança corporativa. O *rating* soberano mantém um efeito positivo e significativo sobre a performance de governança nas duas subamostras, indicando que países com melhor classificação de risco soberano proporcionam um ambiente institucional mais estável e confiável, favorecendo práticas de governança mais sólidas.

Nos Modelos (2) e (4), a variável de interação entre REM e *rating* soberano continua apresentando um efeito negativo sobre a performance de governança, independentemente do ambiente institucional. Esse resultado sugere que, mesmo em países com maior estabilidade econômica e política, a prática de gerenciamento de resultados pode comprometer a qualidade da governança corporativa, possivelmente porque os investidores e *stakeholders* percebem tais práticas como sinais de menor transparência e maior risco de conflitos de agência. Em relação às variáveis de controle, não foram observadas mudanças nos sinais e níveis de significância, independentemente do sistema legal adotado. Com base nesses resultados, confirma-se as hipóteses H4a, H4b e H4c, evidenciando que o ambiente institucional influencia significativamente a relação entre *rating* soberano, gerenciamento de resultados e performance de governança, com diferenças marcantes entre os regimes Common Law e Civil Law.

De modo geral, os resultados empíricos deste estudo indicam que o efeito das práticas de gerenciamento real de resultados sobre a performance ESG (ambiental, social e de governança) das empresas, depende das características do ambiente institucional legal em que operam. Nos países que adotam o regime Civil Law, a manipulação de resultados financeiros está associada a um aumento na performance ESG e de seus componentes individuais. Em contrapartida, nos países que seguem o Common Law, esse efeito é significativamente negativo. Essa diferença sugere que, nos sistemas Civil Law, onde a proteção jurídica e a fiscalização podem ser menos rigorosas, o gerenciamento de resultados pode ser utilizado como uma estratégia para melhorar artificialmente os indicadores ESG, reforçando a necessidade de mecanismos mais robustos de transparência e governança.

Tabela 12: Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Governança – Common Law versus Civil Law

Variáveis	CIVIL LAW		COMMON LAW	
	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4
REM	0.2052*** (0.0956)		-4.4253*** (1.5880)	
RATSOB	1.3964*** (0.1705)		2.0928*** (0.1213)	
REM*RATSOB		-0.0036* (0.0010)		-0.0153* (0.0148)
ALAV	5.4738*** (1.8830)	6.5863*** (1.5817)	-0.4558 (0.5002)	-0.4351 (0.5000)
ROA	0.1710 (2.1535)	-2.5377 (2.0349)	-2.3146*** (0.2445)	-2.2564*** (0.2451)
TAM	8.7832*** (0.3787)	6.4996*** (0.2754)	5.1713*** (0.1325)	5.1712*** (0.1325)
QTOBIN	1.8579*** (0.2985)	0.2852** (0.1367)	0.1504*** (0.0361)	0.1497*** (0.0362)
LC	-0.6381** (0.2985)	-0.18395 (0.1571)	-0.1575*** (0.0481)	-0.1596*** (0.0481)
IDADE	-0.0152 (0.0537)	0.0630** (0.0310)	0.2466*** (0.0137)	0.2466*** (0.0137)
Constante	2.4421*** (0.0042)	2.7175*** (0.0182)	1.8897*** (0.4324)	1.8894*** (0.4324)
Observações	10530	10530	31379	31379
LR Teste	3617.05***	4878.68 ***	11685.01***	11685.43***
R² de Wald	5935.89***	7026.74***	25114.19***	25113.5***
VIF Médio	1.38	1.35	1.44	1.47
VIF Máximo	2.47	2.18	2.47	2.18
Nível Firma	48.66%	48.66%	48.66%	48.66%
Nível País	7.803%	7.81%	7.803%	7.81%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV - Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Esses achados estão alinhados com a literatura que aponta a menor qualidade da segurança jurídica nos países Civil Law, tornando esses mercados menos atrativos para investidores que buscam ambientes com regras claras e *enforcement* eficaz (Cotei, Farhat & Abugri, 2011; Maama, 2021). Além disso, corroboram pesquisas anteriores que sugerem que

as práticas de gerenciamento de resultados podem influenciar a qualidade das informações socioambientais divulgadas, sendo essa influência mais evidente em países onde o regime Civil Law predomina (Ghabri, 2022; Gupta & Pathak, 2021; Mooneeapen, Abhayawansa & Khan, 2022). Por outro lado, os países Common Law são reconhecidos por oferecer maior proteção aos investidores, níveis elevados de transparência e um ambiente de negócios mais seguro e previsível (Cotei, Farhat & Abugri, 2011).

Nesse contexto, o *rating* soberano desempenha um papel crucial, não apenas fortalecendo a estabilidade político-econômica dos países, mas também moderando os efeitos das práticas de gerenciamento real de resultados sobre a performance ESG e seus componentes individuais. Esse achado está em linha com as conclusões de Chouaibi, Chouaibi e Rossi (2022), que destacam o papel das agências de *rating* na redução da assimetria informacional e no fortalecimento das práticas de governança corporativa. Portanto, os resultados evidenciam que a relação entre gerenciamento de resultados, ambiente institucional e performance ESG não é homogênea e que políticas regulatórias e mecanismos de fiscalização mais eficazes são essenciais para reduzir a influência dessas práticas sobre a sustentabilidade empresarial, dependendo do regime jurídico adotado.

2.4.6- Teste de Robustez do Ensaio 1

A abordagem de problemas de endogeneidade é essencial para garantir a validade das inferências em estudos empíricos, particularmente em pesquisas que investigam relações complexas entre variáveis, como as analisadas neste trabalho. A endogeneidade pode surgir de questões como causalidade reversa, omissão de variáveis relevantes ou correlação entre os erros e as variáveis explicativas, o que compromete a robustez dos resultados (Akmal, Rashid & Amin, 2022). Segundo Wintoki et al. (2012) para mitigar esses problemas, é necessário adotar estratégias metodológicas que reduzam vieses nas estimativas e reforcem a confiabilidade das conclusões obtidas.

Para lidar com o risco de causalidade reversa, assim como Khatib (2024) incorpora-se a defasagem das variáveis dependentes nos modelos econométricos como variáveis independentes. Essa abordagem permite capturar efeitos temporais e assegura que as relações estimadas reflitam causalidade mais plausível. Além disso, com o objetivo de explorar a heterogeneidade do Gerenciamento Real de Resultados, a amostra foi segmentada com base em práticas de gerenciamento positivo e negativo. Essa análise permite investigar se os efeitos

sobre a Performance ESG e seus componentes variam de acordo com o tipo de prática adotada pelas empresas.

Por fim, realizou-se uma análise de sensibilidade, excluindo empresas dos Estados Unidos, dado que essas representam mais de 40% da amostra geral. Essa exclusão busca verificar a robustez dos resultados e avaliar se as relações observadas são influenciadas pela predominância de empresas localizadas em um país de sistema Common Law com características específicas no contexto econômico e regulatório. Essas estratégias visam reforçar a robustez do estudo e contribuir para uma melhor compreensão das relações entre Gerenciamento Real de Resultados, *rating* soberano e a Performance ESG. O modelo econométrico dos testes de robustez também foi estimado por meio da regressão multinível e conforme representado pelas seguintes equações:

$$ESG_{it} = \beta_{000} + \alpha ESG_{ikt-1} + \beta_2 REM_{i,k,t} + \beta_3 RATSOB_{k,t} + \beta_4 REM * RATSOB_{i,k,t} \\ + \beta_5 CONTROLE_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \quad (11)$$

$$AMBIENTAL_{ikt} = \beta_{000} + \beta_1 AMBIENTAL_{ikt-1} + \beta_2 REM_{i,k,t} + \beta_3 RATSOB_{k,t} \\ + \beta_4 REM * RATSOB_{i,k,t} + \beta_5 CONTROLE_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \quad (12)$$

$$SOCIAL_{ikt} = \beta_{000} + \beta_1 SOCIAL_{ikt-1} + \beta_2 REM_{i,k,t} + \beta_3 RATSOB_{k,t} + \beta_4 REM * RATSOB_{i,k,t} \\ + \beta_5 CONTROLE_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \quad (13)$$

$$GOV_{ikt} = \beta_{000} + \beta_1 GOV_{ikt-1} + \beta_2 REM_{i,k,t} + \beta_3 RATSOB_{k,t} + \beta_4 REM * RATSOB_{i,k,t} \\ + \beta_5 CONTROLE_{i,k,t} + \varepsilon_{i,k} + \mu_{i,k} + e_{tik} \quad (14)$$

Onde:

ESG_{it} : é a Performance ESG da firma i no tempo t;

$AMBIENTAL_{ikt}$: é o escore Ambiental da firma i no país k e no tempo t;

$SOCIAL_{ikt}$: é o escore social da firma i no país k e no tempo t;

GOV_{ikt} : é o escore de governança da firma i no país k e no tempo t;

ESG_{ikt-1} : é a defasagem da variável do escore ESG;

$AMBIENTAL_{ikt-1}$: é a defasagem da variável do escore ambiental

$SOCIAL_{ikt-1}$: é a defasagem da variável do escore social;

GOV_{ikt-1} : é a defasagem da variável do escore de governança;

REM_{ikt} : representa o Gerenciamento Real de Resultados firma i no país k e no tempo t;

$REM * RATSOB_{i,k,t}$ é a interação entre o gerenciamento real de resultados e o rating soberano;

$CONTROLE_{i,k,t}$: é o conjunto das variáveis de controle para a firma i no país k e no tempo (t);

$\mu_{i,k}$: é o efeito aleatório de cada firma i,

ε_k é o efeito aleatório de cada país, e

e_{tik} termo de erro aleatório ao longo do tempo.

2.4.6.1 – Divisão da amostra por gerenciamento real de resultados positivo e negativo

A Tabela 13 apresenta os resultados do teste de robustez, no qual a amostra foi dividida entre empresas que utilizam gerenciamento real de resultados (REM) para aumentar ou reduzir seus resultados financeiros. O objetivo desse teste foi verificar se os efeitos do REM e do rating soberano sobre a performance ESG se mantêm robustos diante dessa diferenciação. Os resultados indicam que o REM tem um efeito estatisticamente significativo sobre a performance ESG tanto para empresas que adotam REM positivo (aumento dos resultados financeiros) quanto para aquelas que utilizam REM negativo (redução dos resultados financeiros). Além disso, o rating soberano continua a exercer um impacto positivo sobre a performance ESG em ambas as subamostras, sugerindo que um ambiente econômico mais estável e seguro, refletido em uma melhor classificação de risco soberano, favorece práticas ESG mais robustas independentemente da estratégia de manipulação de resultados adotada.

No entanto, a principal diferença surge com a inclusão da variável de interação entre REM e rating soberano. Nesse caso, observa-se que para as empresas que praticam REM positivo, a interação com o rating soberano tem um efeito negativo sobre a performance ESG. Isso pode indicar que, em contextos em que a manipulação de resultados visa inflar artificialmente os lucros, a governança e a sustentabilidade corporativa tendem a ser comprometidas, possivelmente devido a práticas menos transparentes e focadas no curto prazo.

Tabela 13: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG: REM + Vs REM-

Variáveis	REM +		REM -	
	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 2a	Modelo 2b
REM	-6.3958** (2.5073)		-6.0312** (3.0182)	
RATSOB	1.2246*** (0.1047)		1.2211*** (0.1049)	
REM*RATSOB		-0.3110*** (0.1201)		28.0225*** (6.0791)
L_ESG	-0.0011 (0.0041)	-0.0013 (0.0041)	-0.0013 (0.0041)	-0.0011 (0.0041)
ALAV	0.1679 (0.5806)	0.1331 (0.5830)	0.0372 (0.6018)	0.0597 (0.6015)
ROA	-2.7727*** (0.2821)	-2.8129*** (0.2833)	-3.0640*** (0.3159)	-3.1137*** (0.3160)
TAM	6.0647*** (0.1293)	6.1871*** (0.1293)	6.1573*** (0.1300)	6.2431*** (0.1305)
Q_TOBIN	0.1601*** (0.0415)	0.1459*** (0.0416)	0.1528*** (0.0433)	0.1561*** (0.0433)
LC	-0.1265** (0.0532)	-0.1413*** (0.0534)	-0.1143** (0.0534)	-0.1134** (0.0534)
IDADE	0.1792*** (0.0122)	0.1747*** (0.0121)	0.1764*** (0.0121)	0.1755*** (0.0121)
Constante	-6.2144*** (0.2718)	1.5761*** (0.2799)	-6.2140*** (0.2725)	1.3845*** (0.2710)
Observações	9247	9247	15178	15178
LR Teste	7889.25 ***	7795.81***	7836.63***	7830.23***
Wald	20306.61***	20001.20***	20309.28***	20339.35***
VIF Médio	1.71	1.65	1.67	1.59
VIF Máximo	2.38	2.49	2.38	2.49
Nível Firma	57.55%	57.87%	57.32%	57.15%
Nível País	4.28%	6.12%	4.30%	4.29%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Para as empresas que praticam REM negativo, o efeito da interação entre rating soberano e REM torna-se positivo, sugerindo que, quando a manipulação de resultados ocorre

para reduzir artificialmente os lucros, a performance ESG pode se beneficiar. Isso pode estar relacionado a práticas de contabilidade conservadora, onde empresas adotam políticas mais prudentes e sustentáveis, promovendo maior alinhamento com boas práticas ESG.

Os resultados reforçam a complexidade da relação entre manipulação de resultados e sustentabilidade corporativa. Embora o *rating* soberano continue sendo um fator positivo para a performance ESG, o impacto das práticas de gerenciamento de resultados não é uniforme e depende da intenção subjacente à manipulação contábil. Empresas que utilizam REM positivo podem estar mais focadas em atender expectativas de curto prazo, sacrificando investimentos sustentáveis e práticas ESG mais sólidas. Já aquelas que adotam REM negativo podem ser mais conservadoras na gestão financeira, o que, paradoxalmente, pode levar a um compromisso mais forte com práticas ambientais, sociais e de governança.

Esses achados sugerem que os reguladores e investidores não devem apenas considerar se uma empresa manipula seus resultados, mas também a direção e a motivação desse gerenciamento. Em mercados mais desenvolvidos e transparentes, com maior *enforcement* regulatório, a influência negativa do REM positivo pode ser reduzida, enquanto em ambientes menos rigorosos, esse tipo de prática pode gerar impactos ainda mais prejudiciais à performance ESG. Portanto, além de um bom *rating* soberano, políticas mais eficazes de *disclosure*, auditoria e fiscalização são essenciais para evitar que a manipulação de resultados comprometa o compromisso das empresas com a sustentabilidade.

A Tabela 14 evidencia que o gerenciamento real de resultados mantém um efeito negativo sobre a performance ambiental em ambas as subamostras. No entanto, esse impacto é estatisticamente significativo apenas para as empresas que adotam REM positivo, enquanto não se mostra significativo para aquelas que utilizam REM negativo. O *rating* soberano mantém um efeito positivo sobre a performance ambiental, independentemente da direção do REM.

A principal diferença, assim como observado na performance ESG, está na interação entre REM e *rating* soberano. Essa variável apresenta um efeito negativo sobre a performance ambiental das empresas com REM positivo, indicando que a manipulação para inflar os lucros pode estar associada a práticas menos sustentáveis. Em contrapartida, o efeito se torna positivo para empresas que praticam REM negativo, sugerindo que uma abordagem mais conservadora na gestão financeira pode favorecer políticas ambientais mais sólidas.

Tabela 14: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental: REM + Vs REM-

Variáveis	REM +		REM -	
	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 2a	Modelo 2b
REM	-5.2917* (2.8821)		-5.2907 (3.4710)	
RATSOB	0.3213*** (0.1213)		0.3107** (0.1217)	
REM*RATSOB		-0.2482* (0.1376)		24.3158*** (7.0000)
L.AMBIENTAL	-0.0028 (0.0047)	-0.0028 (0.0048)	-0.0027 (0.0048)	-0.0025 (0.0048)
ALAV	1.2076* (0.6660)	1.2107* (0.6666)	1.1246 (0.6906)	1.1465* (0.6908)
ROA	-2.9524*** (0.3238)	-2.9708*** (0.3241)	-3.2643*** (0.3627)	-3.3167*** (0.3631)
TAM	5.3449*** (0.1471)	5.4069*** (0.1468)	5.4405*** (0.1479)	5.5421*** (0.1484)
Q_TOBIN	0.0672 (0.0476)	0.0640 (0.0476)	0.0504 (0.0497)	0.0536 (0.0497)
LC	-0.0954 (0.0610)	-0.1012* (0.0610)	-0.0817 (0.0614)	-0.0827 (0.0614)
IDADE	0.1969*** (0.0137)	0.1961*** (0.0137)	0.1944*** (0.0137)	0.1939*** (0.0136)
Constante	-5.9081*** (0.2629)	1.7497*** (0.2636)	-5.9079*** (0.2632)	1.6999*** (0.2628)
Observações	9247	9247	15178	15178
LR Teste	7855.47***	7837.43***	7803.91***	7780.90***
Wald	11264.6***	11243.44***	11264.25***	11273.18***
VIF Médio	1.87	1.68	1.79	1.92
VIF Máximo	2.47	2.54	2.45	2.51
Nível Firma	56.98%	57.18%	56.75%	56.61%
Nível País	6.09%	6.70%	6.13%	6.14%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Os resultados reforçam que a relação entre manipulação de resultados e sustentabilidade não é uniforme. Empresas que superestimam seus lucros (REM positivo) podem estar

sacrificando investimentos ambientais para manter resultados financeiros artificiais, o que compromete sua performance ambiental. Já aquelas que reduzem seus lucros (REM negativo) podem estar adotando práticas mais prudentes e alinhadas com padrões ambientais mais rigorosos.

Embora um bom *rating* soberano favoreça a performance ambiental, os resultados indicam que a forma como as empresas manipulam seus resultados impacta diretamente sua sustentabilidade. Dessa forma, investidores e reguladores devem atentar não apenas para a presença do REM, mas também para sua direção e possíveis implicações na transparência e compromisso ambiental das empresas.

A Tabela 15 apresenta o impacto do gerenciamento real de resultados (REM) e do rating soberano sobre a performance social das empresas, considerando aquelas que praticam REM positivo e negativo. Diferentemente dos resultados para a performance ambiental, o REM tem um efeito negativo e significativo sobre o escore social em ambas as subamostras, indicando que a manipulação dos resultados financeiros compromete a atuação social das empresas, independentemente da direção do REM.

O *rating* soberano mantém um efeito positivo sobre a performance social, reforçando a ideia de que melhores condições macroeconômicas e institucionais beneficiam o compromisso social das empresas, independentemente do tipo de gerenciamento de resultados adotado. No entanto, a variável de interação entre REM e *rating* soberano apresenta dinâmicas distintas. Para empresas que praticam REM positivo, o impacto sobre a performance social é negativo, sugerindo que a manipulação para inflar resultados financeiros pode comprometer investimentos e iniciativas sociais. Já para empresas com REM negativo, a interação apresenta um efeito positivo, o que pode indicar que empresas mais conservadoras na gestão dos lucros mantêm ou até reforçam suas práticas sociais.

Os resultados sugerem que o gerenciamento de resultados prejudica a performance social das empresas, independentemente da sua direção. No entanto, o impacto mais severo ocorre quando a manipulação é feita para aumentar artificialmente os lucros (REM positivo), enquanto práticas mais prudentes (REM negativo) podem atenuar os efeitos adversos. Além disso, o *rating* soberano atua como um fator estabilizador, mas sua interação com o REM revela que a forma como as empresas gerenciam seus resultados pode ampliar ou reduzir os impactos sociais. Isso reforça a necessidade de maior controle regulatório sobre as práticas contábeis, especialmente em empresas que buscam inflar seus lucros à custa do seu desempenho social.

Tabela 15: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance Social: REM + Vs REM -

Variáveis	REM +		REM -	
	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 2a	Modelo 2b
REM	-7.4722** (3.3020)		-7.7365* (3.9694)	
RATSOB	2.0169*** (0.1384)		2.0156*** (0.1387)	
REM*RATSOB		-0.3146** (0.1368)		30.3417*** (6.9368)
L.SOCIAL	0.0001 (0.0055)	-0.0004 (0.0055)	-0.0004 (0.0055)	-0.0002 (0.0055)
ALAV	-1.2379* (0.7478)	-1.3170* (0.7521)	-1.4254* (0.7739)	-1.4080* (0.7736)
ROA	-2.8858*** (0.3659)	-2.9408*** (0.3682)	-3.1318*** (0.4092)	-3.1705*** (0.4093)
TAM	6.7529*** (0.1529)	6.8773*** (0.1531)	6.8286*** (0.1538)	6.8826*** (0.1544)
Q_TOBIN	0.2112*** (0.0534)	0.1878*** (0.0537)	0.2053*** (0.0556)	0.2083*** (0.0556)
LC	-0.1153* (0.0687)	-0.1342* (0.0690)	-0.1011 (0.0690)	-0.0986 (0.0690)
IDADE	0.1644*** (0.0132)	0.1582*** (0.0132)	0.1617*** (0.0132)	0.1612*** (0.0132)
Constante	1.7075*** (0.2722)	1.7738*** (0.2801)	-11.5740* (6.5791)	1.7095*** (0.2717)
Observações	9247	9247	15178	15178
LR Teste	5272.10 ***	5239.06***	5242.80***	5241.14***
Wald	13121.36***	12757.98***	13103.01***	13127.67***
VIF Médio	1.67	1.56	1.69	1.73
VIF Máximo	1.97	2.37	2.12	2.41
Nível Firma	54.37%	54.78%	54.22%	54.61%
Nível País	4.44%	6.02%	4.46%	5.99%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

A Tabela 16 apresenta o impacto do gerenciamento real de resultados e do rating soberano sobre a performance de governança, considerando empresas que praticam REM positivo e negativo. Os resultados indicam que o REM tem um efeito negativo e significativo

sobre o escore de governança em ambas as subamostras, sugerindo que a manipulação dos resultados compromete a transparência e a qualidade das práticas de governança corporativa, independentemente da direção do REM.

Tabela 16: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança: REM + Vs REM-

Variáveis	REM +		REM -	
	Modelo 1a	Modelo1b	Modelo2a	Modelo2b
REM	-7.4701** (3.3020)		-7.7575* (3.9720)	
RATSOB	2.0170*** (0.1384)		2.0139*** (0.1387)	
REM*RATSOB		-0.3683** (0.1584)		31.4717*** (8.0223)
L.GOV	0.0010 (0.0047)	0.0008 (0.0047)	0.0009 (0.0050)	0.0011 (0.0047)
ALAV	-1.2370* (0.7478)	-1.3159* (0.7521)	-1.4208* (0.7739)	-1.4065* (0.7736)
ROA	-2.8860*** (0.3659)	-2.9411*** (0.3682)	-3.1261*** (0.4093)	-3.1711*** (0.4093)
TAM	6.7528*** (0.1529)	6.8772*** (0.1530)	6.8243*** (0.1539)	6.8825*** (0.1544)
Q_TOBIN	0.2111*** (0.0534)	0.1876*** (0.0537)	0.2045*** (0.0556)	0.2081*** (0.0556)
LC	-0.1152* (0.0687)	-0.1341* (0.0691)	-0.1010 (0.0690)	-0.0984 (0.0690)
IDADE	0.1644*** (0.0132)	0.1582*** (0.0132)	0.1619*** (0.0132)	0.1612*** (0.0132)
Constante	1.7075*** (0.2722)	1.7741*** (0.2801)	1.7119*** (0.2717)	1.7096*** (0.2717)
Observações	9247	9247	15178	15178
LR Teste	7161.18***	7081.65***	7120.75***	7039.76***
Wald	17772.17***	17552.05***	17769.67***	17549.19***
VIF Médio	1.67	1.56	1.69	1.73
VIF Máximo	2.07	2.19	2.27	2.11
Nível Firma	46.29%	46.17%	46.11%	46.14%
Nível País	5.78%	6.51%	5.75%	5.81%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV – Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

O *rating* soberano mantém um efeito positivo, reforçando que países com melhor classificação de risco oferecem um ambiente institucional mais estável e propício a boas práticas de governança. Porém, a interação entre REM e *rating* soberano também revela a mesma diferença onde para as empresas que praticam REM positivo, o efeito sobre a governança é negativo, indicando que a manipulação para inflar os resultados financeiros deteriora ainda mais as práticas de governança. Por outro lado, para empresas com REM negativo, a interação tem um efeito positivo, sugerindo que uma abordagem mais conservadora na gestão dos lucros pode mitigar os impactos adversos sobre a governança.

Os resultados reforçam que o gerenciamento de resultados prejudica a governança corporativa, independentemente de sua direção, mas os efeitos são mais severos para empresas que manipulam seus resultados para inflar lucros (REM positivo). Isso sugere que práticas agressivas de manipulação contábil podem comprometer não apenas a transparência financeira, mas também a confiança dos stakeholders. Além disso, o *rating* soberano desempenha um papel fundamental ao influenciar a governança corporativa, mas sua interação com o REM indica que empresas que adotam uma postura mais conservadora na gestão dos lucros podem preservar ou até fortalecer sua governança. Isso ressalta a importância de regulamentações mais rigorosas para limitar os impactos negativos do gerenciamento de resultados sobre a governança, especialmente em ambientes institucionais menos protegidos.

De modo geral, os resultados desses testes de robustez demonstram que o gerenciamento real de resultados afeta a performance ESG e seus três pilares (ambiental, social e governança) de maneira distinta, dependendo se a prática visa inflar ou reduzir os resultados financeiros. Em geral, o REM tem um impacto negativo e significativo sobre a performance ESG, mas sua magnitude e significância variam entre as subamostras. O *rating* soberano, por outro lado, mantém um efeito positivo consistente, reforçando que um ambiente econômico e institucional mais sólido favorece melhores práticas sustentáveis e de governança.

A principal diferença é de fato observada na interação entre REM e *rating* soberano. Para empresas que praticam REM positivo (manipulação para inflar resultados financeiros), o impacto sobre a performance ESG é negativo, indicando que essa estratégia compromete a credibilidade dos relatórios socioambientais e reduz a transparência das práticas corporativas. No pilar ambiental, esse efeito sugere que tais empresas podem estar divulgando métricas inflacionadas de sustentabilidade, sem um compromisso real com a redução de impactos ambientais. No pilar social, há indícios de que empresas que distorcem seus resultados para

melhorar indicadores financeiros podem negligenciar questões trabalhistas e comunitárias, priorizando apenas a percepção de curto prazo dos investidores. Em termos de governança, a prática enfraquece os mecanismos de controle interno e reduz a confiança dos *stakeholders*.

Por outro lado, nas empresas que adotam REM negativo (redução intencional dos lucros reportados), o efeito da interação entre REM e *rating soberano* é positivo. Isso sugere que, nesses casos, a manipulação dos resultados pode estar associada a estratégias de precaução financeira ou conformidade regulatória, impactando menos negativamente as práticas ESG. No aspecto ambiental e social, o resultado pode indicar que essas empresas mantêm algum nível de comprometimento com questões socioambientais, mesmo ao gerenciar seus lucros. No entanto, essa relação ainda levanta preocupações, pois pode sinalizar um comportamento estratégico para postergar investimentos sustentáveis ou adequar-se a pressões regulatórias sem mudanças estruturais.

As implicações para *stakeholders*, especialmente a sociedade e investidores sustentáveis, são claras. Empresas que manipulam seus resultados financeiros de forma agressiva não apenas distorcem a real sustentabilidade de suas operações, mas também comprometem a alocação eficiente de recursos por parte de investidores e reguladores. No contexto social e ambiental, o impacto negativo do REM positivo ressalta o risco de empresas utilizarem relatórios ESG como estratégia de *greenwashing*, desviando-se de práticas genuinamente sustentáveis. Assim, reguladores e investidores devem considerar esses achados ao desenvolver políticas de incentivo e monitoramento para garantir que a sustentabilidade empresarial não seja apenas uma construção contábil, mas uma prática efetiva e transparente.

2.4.6.2 – Análise de sensibilidade da amostra com a exclusão dos Estados Unidos

A análise de sensibilidade amostral, excluindo os Estados Unidos – que representam cerca de 40% da amostra – é o último teste de robustez realizado para verificar se a remoção desse viés altera os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating soberano* sobre a performance ESG. Esse procedimento, amplamente utilizado em estudos anteriores, permite avaliar a influência de um país dominante na amostra, garantindo maior generalização dos achados. A exclusão dos EUA é especialmente relevante devido às diferenças estruturais e econômicas significativas em relação aos demais países da amostra. O mercado de capitais norte-americano, o maior e mais desenvolvido do mundo, se destaca por sua profundidade, liquidez e diversidade de instrumentos financeiros, operando sob um ambiente regulatório unificado da SEC. Em contraste, mercados de outras regiões são mais fragmentados, sujeitos a

múltiplas regulações e, em muitos casos, mais dependentes do crédito bancário do que do mercado de capitais estadunidense – como observado na Europa e no Brasil.

Além disso, no Brasil, o mercado financeiro é mais volátil e sensível a fatores macroeconômicos, como taxa de juros e risco-país, apresentando menor participação de investidores institucionais e forte concentração em grandes empresas. Dada essa heterogeneidade, a remoção dos EUA na análise de sensibilidade permite identificar se os efeitos observados do REM e do *rating* soberano são consistentes em um cenário global mais equilibrado, eliminando a possível sobrerrepresentação das características do mercado norte-americano.

Os resultados do teste de sensibilidade amostral, apresentados na Tabela 17, revelam mudanças significativas na relação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* soberano e a performance ESG e seus três pilares após a exclusão dos Estados Unidos da amostra. De forma surpreendente, o REM passou a apresentar uma relação negativa e estatisticamente significativa (10%) com a performance ESG (Modelo1), Ambiental (Modelo3), Social (Modelo5) e Governança (Modelo7). Isso indica que, sem as empresas americanas, o gerenciamento real de resultados está mais associado à deterioração da performance ESG, o que pode sugerir que, fora do contexto dos EUA, as práticas de manipulação dos resultados financeiros impactam negativamente as iniciativas ambientais, sociais e de governança das empresas.

Por outro lado, o efeito do *rating* soberano sobre a performance ESG e seus três pilares se mantém positivo e altamente significativo (1%), reforçando seu papel como um fator determinante na credibilidade das práticas ESG, independentemente da composição da amostra. Esse achado sugere que, em mercados mais dependentes da estabilidade política e econômica, a avaliação das agências de *rating* continua sendo um indicador confiável da capacidade das empresas em manter boas práticas ESG.

Outro resultado notável é a mudança na relação da interação entre REM e *rating* soberano com a performance ESG e seus três pilares individuais (Modelos 2, 4, 6 e 8). Enquanto nos resultados anteriores essa relação era negativa, com a exclusão dos EUA, ela se torna positiva em todas as dimensões ESG. Isso sugere que, fora do contexto norte-americano, o *rating* soberano pode atuar como um moderador mais efetivo na influência do REM sobre a performance ESG, possivelmente reduzindo os impactos negativos do gerenciamento de resultados sobre a transparência e confiabilidade das informações ESG.

Tabela 17: Os Efeitos do REM e do Rating Soberano sobre a Performance ESG – Excluindo EUA

Variáveis	PERFORMANCE ESG		PERFORMANCE AMBIENTAL		PERFORMANCE SOCIAL		PERFORMANCE GOVERNANCA	
	Modelo1	Modelo2	Modelo3	Modelo4	Modelo5	Modelo6	Modelo7	Modelo8
REM	-9.7423* (11.5536)		-7.8462* (12.9220)		-9.5419 * (13.2303)		-13.0722 * (13.5424)	
RATSOB	1.3133*** (0.1385)		0.9445*** (0.1519)		1.3926*** (0.1554)		1.6295*** (0.1720)	
REM*RATSOB		61.0354*** (10.6553)		62.1018*** (11.9000)		66.3056*** (12.1718)		54.5782*** (12.4587)
L.ESG	-0.0022 (0.0066)	-0.0020 (0.0066)						
L.AMBIENTAL			-0.0069 (0.0074)	-0.0066 (0.0074)				
L.GOV							-0.0056 (0.0077)	-0.0055 (0.0077)
ALAV	1.6332 (1.6250)	1.6017 (1.6207)	-0.3624 (1.8072)	-0.3950 (1.8029)	2.4799 (1.8415)	2.4582 (1.8368)	0.9766 (1.8726)	0.9623 (1.8694)
ROA	-4.4967*** (1.3443)	-4.6820*** (1.3425)	-4.8806*** (1.5012)	-5.0619*** (1.4995)	-4.2845*** (1.5349)	-4.4746*** (1.5329)	-3.9610** (1.5677)	-4.1193*** (1.5666)
TAM	8.4212*** (0.2372)	8.6747*** (0.2388)	8.4831*** (0.2606)	8.7227*** (0.2624)	8.9309*** (0.2632)	9.1725*** (0.2649)	8.2503*** (0.2656)	8.4391*** (0.2676)
Q_TOBIN	0.1713 (0.1230)	0.1855 (0.1228)	0.0013 (0.1367)	0.0157 (0.1363)	0.2282 (0.1391)	0.2432* (0.1387)	0.2318 (0.1414)	0.2435* (0.1411)
LC	0.1988 (0.1405)	0.2464* (0.1405)	0.0965 (0.1566)	0.1455 (0.1567)	0.2795* (0.1600)	0.3315** (0.1600)	0.1855 (0.1632)	0.2291 (0.1633)
IDADE	0.0928*** (0.0193)	0.0908*** (0.0191)	0.1112*** (0.0210)	0.1090*** (0.0208)	0.0922*** (0.0210)	0.0902*** (0.0209)	0.0663*** (0.0210)	0.0649*** (0.0209)
Constante	4.9382*** (0.0283)	2.6592*** (0.0282)	-4.8590*** (0.0283)	-4.8683*** (0.0291)	-4.8635*** (0.0363)	-4.8722*** (0.0287)	2.7287*** (0.0283)	2.7224*** (0.0282)
Observações	7021	7021	7021	7021	7021	7021	7021	7021
LR Teste	24790.7***	247765.7***	25142.2***	25139.09***	22493.3***	22495.9***	17217.1***	17218.6***
R² de Wald	50351.6***	50471.2***	27765.1***	27767.57***	43307.40***	43324.45***	32093.62***	32106.23***
VIF Médio	1.38	1.42	1.38	1.42	1.38	1.42	1.38	1.42
VIF Máximo	1.95	2.09	1.95	2.09	1.95	2.09	1.95	2.09
Nível Firma	62.77%	62.73%	64.79%	64.77%	58.57%	58.54%	49.36%	49.34%
Nível País	5.45%	5.44%	7.17%	7.17%	5.89%	5.88%	5.71%	5.70%

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. RATSOB – Rating soberano; ALAV - Alavancagem Financeira; ROA – Retorno sobre Ativo; TAM – Tamanho da Firma; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; IDADE – Idade da firma. Fonte: Resultado da pesquisa

A explicação para essas mudanças pode estar nas diferenças estruturais e regulatórias entre os EUA e os demais países da amostra. O mercado americano é altamente desenvolvido, transparente e possui um forte *enforcement* regulatório, o que pode permitir que empresas adotem práticas de gerenciamento de resultados sem comprometer a qualidade de suas práticas ESG. Já em mercados menos desenvolvidos ou mais instáveis, a manipulação de resultados pode estar mais associada a fraudes contábeis e a um uso oportunista das informações ESG, justificando o impacto negativo observado.

Além disso, a positivação da interação entre REM e *rating* soberano fora dos EUA pode indicar que, em mercados menos maduros, as empresas precisam se adequar mais rigidamente às exigências das agências de *rating*, o que as leva a melhorar sua transparência e compromisso ESG mesmo quando praticam REM. Isso reforça a importância de mecanismos regulatórios e da atuação de investidores institucionais na mitigação dos efeitos adversos do gerenciamento de resultados sobre a sustentabilidade corporativa. Portanto, os achados reforçam que a exclusão dos EUA altera significativamente as dinâmicas entre REM, *rating* soberano e performance ESG, destacando a influência do contexto econômico e regulatório na relação entre práticas contábeis e sustentabilidade empresarial.

2.4.7 Síntese dos Principais Resultados

A análise das hipóteses propostas neste estudo evidencia as relações entre práticas de gerenciamento real de resultados (REM), *rating* soberano e a performance ESG das empresas. As hipóteses H1a - H1d, que previam uma relação negativa direta entre REM e a performance ESG e seus pilares individuais, foram rejeitadas, sugerindo que o impacto do REM não é unidimensional e pode variar de acordo com o contexto analisado. Em contrapartida, as hipóteses H2a - H2d foram aceitas, confirmando que o *rating* soberano exerce influência positiva sobre o desempenho ESG das firmas, possivelmente por refletir a estabilidade institucional e econômica dos países. Além disso, as hipóteses H3a - H3d foram também confirmadas, demonstrando que o *rating* soberano atua como um moderador negativo na relação entre REM e ESG, ou seja, em ambientes com maior percepção de risco-país, os efeitos do REM tendem a ser mais prejudiciais à performance ESG.

O efeito do sistema jurídico foi igualmente relevante: a hipótese H4a, que previa efeitos distintos do REM conforme o sistema legal (positivo em países de tradição Civil Law e negativo em países de *Common Law*), foi aceita, destacando o papel institucional na condução das práticas empresariais.

Tabela 18- Resultados das Hipóteses do estudo

Hipóteses	Texto da hipótese	Resultado
H_{1a}; H_{1b} H_{1c} e H_{1d}	Há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG e dos três pilares individuais das firmas.	Rejeitadas
H_{2a}; H_{2b} H_{2c} e H_{2d}	Há uma relação positiva entre o <i>rating</i> soberano e a performance ESG, e dos três pilares individuais das firmas	Aceitas
H_{3a}; H_{3b} H_{3c} e H_{3d}	O <i>rating</i> soberano modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG, e dos três pilares individuais.	Aceitas
H_{4a}	O efeito do gerenciamento de resultados sobre a performance ESG e dos três pilares é positivo em países Civil Law, mas negativo em países Common Law.	Aceita
H_{4b}	O efeito do <i>rating</i> soberano sobre a performance ESG e dos seus três pilares é positivo nos países Common Law e nos países Civil Law.	Aceita
H_{4c}	O <i>rating</i> soberano modera de forma negativa a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG e dos três pilares nos países Common Law e nos países Civil Law.	Aceita

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, as hipóteses H4b e H4c também foram validadas, reforçando que o *rating* soberano tem efeito positivo sobre a performance ESG independentemente da tradição legal, mas modera negativamente o impacto do REM em ambos os sistemas. Esses achados reforçam a necessidade de considerar o ambiente institucional e os riscos-país nas análises de sustentabilidade corporativa, especialmente ao avaliar práticas contábeis que podem mascarar ou inflar resultados sustentáveis.

2.5- CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este ensaio investigou os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* soberano sobre a performance ESG e seus três componentes, considerando as implicações dos ambientes institucionais, Common Law e Civil Law. O estudo considera empresas de 11 países e cobre um período de 16 anos, adotando um modelo de regressão linear multinível. Foram realizados dois testes de robustez onde, de um lado foi investigado como a relação se comporta comparando as empresas que praticam o gerenciamento real de resultados para aumentar e diminuir os resultados financeiros. Por outro lado, foi realizado uma análise de sensibilidade amostral excluindo os EUA, que por sua vez, representa cerca de 40% da amostra considerada neste estudo.

Os principais resultados apontam que o nível firma é mais importante para explicar a variação na performance ESG, Ambiental, Social e de Governança, enquanto isso, o nível país

teve pouca influência na variação de todas as variáveis dependentes. Os achados deste estudo fornecem evidências robustas sobre a relação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* soberano e a performance ESG, bem como seus três pilares Ambiental, Social e Governança. Na amostra geral, o REM apresentou um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre a performance ESG, sugerindo que a manipulação dos resultados financeiros pode comprometer o compromisso das empresas com práticas sustentáveis. Por outro lado, o *rating* soberano mostrou-se um fator positivo e relevante, indicando que a confiança dos investidores em um país influencia diretamente a qualidade das práticas ESG das empresas nele situadas. Além disso, a interação entre REM e *rating* soberano revelou efeitos mistos, evidenciando que o impacto do REM sobre a sustentabilidade corporativa pode ser condicionado pelo ambiente macroeconômico e regulatório.

Os resultados também indicaram que o efeito das práticas de gerenciamento real de resultados sobre a performance ESG das empresas, depende das características do ambiente institucional legal em que operam. Nos países que adotam o regime Civil Law, a manipulação de resultados financeiros está associada a um aumento na performance ESG e de seus componentes individuais. Em contrapartida, nos países que seguem o Common Law, esse efeito é significativamente negativo. Essa diferença sugere que, nos sistemas Civil Law, onde a proteção jurídica e a fiscalização podem ser menos rigorosas, o gerenciamento de resultados pode ser utilizado como uma estratégia para melhorar artificialmente os indicadores ESG, reforçando a necessidade de mecanismos mais robustos de transparência e governança.

Os testes de robustez com a segmentação da amostra entre empresas que praticam REM positivo e negativo revelaram dinâmicas importantes. Embora o REM tenha apresentado um impacto negativo sobre a performance ESG em ambas as subamostras, a interação com o *rating* soberano mostrou efeitos opostos: para empresas com REM positivo, essa interação impactou negativamente a performance ESG, enquanto para aquelas com REM negativo, o efeito foi positivo. Isso sugere que empresas que manipulam seus resultados para inflá-los podem estar comprometendo sua transparência e responsabilidade social, enquanto aquelas que reduzem artificialmente seus lucros podem, paradoxalmente, adotar práticas ESG mais sólidas para mitigar riscos reputacionais. Esses achados destacam a importância do contexto e das motivações subjacentes ao gerenciamento de resultados na avaliação da sustentabilidade corporativa.

Por fim, a exclusão dos Estados Unidos da amostra no teste de sensibilidade amostral trouxe mudanças significativas nos resultados. Sem as empresas americanas, o REM passou a

ter um efeito negativo e significativo sobre todos os indicadores ESG, indicando que, em mercados menos desenvolvidos ou com menor *enforcement* regulatório, a manipulação dos resultados financeiros pode estar mais fortemente associada a práticas corporativas menos sustentáveis. Além disso, a interação entre REM e *rating soberano*, que anteriormente apresentava efeitos mistos, se tornou positiva, sugerindo que, fora do contexto norte-americano, o *rating soberano* pode atuar como um moderador mais eficaz, incentivando maior transparência e compromisso ESG mesmo entre empresas que praticam REM. Esses achados reforçam a influência do ambiente econômico e regulatório na relação entre práticas contábeis e sustentabilidade corporativa, destacando a necessidade de um olhar contextualizado ao analisar os impactos do gerenciamento de resultados sobre a ESG.

Este ensaio contribui significativamente com a literatura ao fornecer novas evidências sobre a interseção entre gerenciamento de resultados, *rating soberano*, ambiente institucional e performance ESG, reforçando e expandindo a compreensão das teorias da agência, dos stakeholders e da sinalização. Ao destacar o papel do *rating soberano* e do ambiente legal na mitigação das práticas de manipulação de resultados e seu impacto sobre a performance ESG, os achados ampliam a discussão sobre governança corporativa em mercados emergentes. Além disso, o estudo aprofunda o debate sobre a teoria da agência ao enfatizar não apenas o conflito tradicional entre acionistas e gestores, mas também os desafios mais amplos nas relações entre gestores e a sociedade, bem como entre os principais agentes econômicos e as partes interessadas em um contexto mais abrangente. A estabilidade político-econômica proporcionada por um ambiente institucional robusto e uma boa classificação de rating soberano surge como um fator crucial para fortalecer a transparência e a confiabilidade das práticas ESG adotadas pelas empresas.

Do ponto de vista prático, os resultados evidenciam que a possibilidade de que práticas de gerenciamento de resultados afetem a performance ESG deve ser encarada com maior atenção pelos gestores, pois tais comportamentos podem gerar distorções na percepção de sustentabilidade corporativa e afetar a credibilidade da empresa perante investidores e stakeholders. Para investidores individuais e institucionais com preocupações ambientais e sociais, os achados reforçam a necessidade de um escrutínio mais rigoroso sobre os dados ESG divulgados pelas empresas, dado o risco de que tais informações possam não refletir integralmente a realidade devido a potenciais práticas de manipulação gerencial. Para formuladores de políticas e reguladores, a pesquisa levanta questões críticas sobre a necessidade de fortalecer a governança institucional e garantir um ambiente jurídico estável e previsível, de

modo a minimizar incentivos para práticas oportunistas que possam comprometer a confiabilidade das métricas ESG e a confiança dos investidores no mercado.

O estudo possui algumas limitações, dentre as quais pode-se citar a quantidade de países limitada a 11, podendo levar ao questionamento da generalização dos resultados encontrados e pelo fato de não ter sido considerado o *rating* corporativo devido à falta de acesso aos dados relacionados à ele na base da Thomson Reuters. Embora este estudo tenha se concentrado em investigar os efeitos do *rating* soberano e do gerenciamento real de resultados sobre a performance ESG, reconhecemos como uma limitação não ter explorado diretamente a relação entre o desempenho ESG e a geração de valor para as empresas. Esse é um tema de grande relevância, dado que a integração de práticas ESG pode impactar não apenas a percepção dos investidores, mas também o desempenho financeiro e a sustentabilidade de longo prazo das firmas.

Futuras pesquisas poderiam avançar o estudo considerando uma amostra com um número maior de empresas para cada ambiente institucional, além de verificar as implicações do *rating* corporativo nesta relação. Além disso, recomenda-se que pesquisas futuras aprofundem essa análise, considerando como o desempenho ESG influencia a criação de valor em diferentes contextos empresariais, setores econômicos e níveis de governança. Poderiam também incorporar modelos que avaliem simultaneamente as relações causais entre ESG, valor da empresa e outros fatores estratégicos, como a reputação corporativa e a atratividade para investidores. Há ainda possibilidade de explorar questões relacionadas a diferenciação histórica entre países colonizadores e colonizados. Isso poderia oferecer insights valiosos sobre como o legado histórico de colonização pode influenciar o ambiente institucional e o comportamento corporativo, particularmente em países com economias emergentes e desenvolvidos.

CAPÍTULO 3: GERENCIAMENTO REAL DE RESULTADOS, RATING CORPORATIVO E PERFORMANCE ESG: EVIDENCIAS NO BRASIL

3.1 INTRODUÇÃO

Os desastres ambientais têm criado o despertar dos líderes mundiais, motivando o surgimento de iniciativas em todas as áreas para tornar o desenvolvimento sustentável a pedra angular das discussões do crescimento econômico (Al-Amosh et al., 2022; Khalid et al., 2022; Velte, 2020; Vincentiis, 2022).

No cenário internacional, a aprovação em 2015 dos 17 objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS) pela Organização das Nações Unidas (ONU) representa a maior parceria já celebrada entre as nações, em que chefes de estados presentes na Cúpula de Paris assumiram o compromisso de tomar medidas necessárias para cumprir as 165 metas estabelecidas pela “Agenda 2030” para alinhar o desenvolvimento econômico com a sobrevivência das gerações atuais e futuras (Sachs et al., 2019; Velte, 2020). Desde então, os ODSs vêm assumindo uma posição de destaque em acordos bilaterais e multilaterais firmados entre governos, organizações não governamentais, universidades e principalmente a sociedade (Bhaskaran et al., 2019; Clementino & Perkins, 2021; Tsalis et al., 2020). Difundir os fundamentos do desenvolvimento sustentável em todas as áreas em nível local é uma responsabilidade dos governos que vem criando normas e regulamentos para orientar as ações das empresas e das pessoas para atingir os ODS.

A introdução da sustentabilidade nas ações das empresas possibilitou o surgimento da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e da Agenda Ambiental, Social e de Governança (ESG na sigla em inglês) como dois conceitos que modificaram a estrutura das organizações (Kuzey & Uyar, 2017). O acompanhamento das empresas nessa jornada de se tornar sustentável é guiado não somente pelas normas e regulamentos ambientais, mas também pelas mudanças nos padrões de consumo da sociedade no nível global, pelas iniciativas das bolsas de valores favoráveis ao meio ambiente e pela academia que vem estudando as implicações das práticas sustentáveis nas firmas (Clementino & Perkins, 2021; Gholami, 2022; Sachs et al., 2019; Salvia et al., 2019; Silva et al., 2022).

No meio acadêmico, a maior parte dos estudos desenvolvidos sobre a responsabilidade social corporativa (CSR na sigla em inglês) e sobre ESG no campo das finanças sustentáveis tem como base as teorias da agência, dos *stakeholders*, da sinalização e da legitimidade

(Connelly *et al.*, 2011; Hahn & Kühnen, 2013; Kuzey & Uyar, 2017; Ruhnke & Gabriel, 2013). Os autores defendem que as práticas ambientais podem contribuir para mitigar os problemas de agência, reduzindo a assimetria da informação entre gestores, acionistas, sociedade, meio ambiente e outras partes interessadas. A sustentabilidade empresarial tornou-se uma estratégia de negócios que visa assegurar uma boa relação com os *stakeholders*, e, principalmente com a sociedade e o meio ambiente (Ahmad, 2015; Bhaskaran *et al.*, 2019; Vincentiis, 2022).

Esse protagonismo assumido pelo ESG tem motivado vários estudos que abordam os determinantes da divulgação e da performance ESG (Al-Amosh *et al.*, 2022; Khalid *et al.*, 2022; Kuzey & Uyar, 2017) e sua implicação na Performance financeira (Bhaskaran *et al.*, 2020; Bodhanwala & Bodhanwala, 2021; Sardana *et al.*, 2020), no endividamento e no custo de capital das empresas (Feng & Wu, 2021; Gholami, Sands & Shams, 2022). Devido a grande preocupação da academia e do mercado com as práticas de gerenciamento de resultados, os pesquisadores trouxeram à tona a possibilidade de que os relatórios de sustentabilidade divulgados pelos altos executivos pudessem sofrer algum tipo de manipulação, visando distorcer a percepção da sociedade e dos *stakeholders* sobre a real performance ESG das empresas (Velte, 2020). Estes aspectos são investigados por vários estudos que investigam a relação entre a performance ESG e o gerenciamento de resultados em países emergentes (García-Sánchez *et al.*, 2020; Grimaldi *et al.*, 2020; Xi & Xiao, 2022).

As evidências encontradas na literatura são inconclusivas. Por exemplo, García-Sánchez *et al.* (2020) encontraram que a performance ESG tem uma relação negativa e significativa com o gerenciamento de resultados, alegando que uma melhoria na performance ambiental, social e governança reduziria as práticas de gerenciamento de resultado das firmas. Porém, Grimaldi *et al.* (2020) encontraram que a performance ESG tem um efeito positivo sobre o gerenciamento de resultados indicando que a existência da prática de manipulação de dados contábeis pelos gestores pode elevar o desempenho ESG das firmas. Xi e Xiao (2022), por sua vez, não encontraram uma relação significativa entre os dois conceitos.

Esses resultados não conseguem esclarecer as dúvidas sobre as implicações da performance ESG no gerenciamento de resultados, e ainda desconsideram que pode haver uma relação de causalidade reversa nesta relação, pois presume-se que da mesma forma que essas práticas antiéticas reduzem a performance financeira das empresas (Chen & Hung, 2021; Gill *et al.*, 2013; Kountura, Djohanputroa & Saria, 2021; Osma, Gomez-Conde & Lopez-Valeiras, 2022), as mesmas podem não ser favoráveis à performance ESG, deixando brechas para futuras pesquisas.

Além das implicações do gerenciamento de resultados, cresce o número de estudos considerando que os relatórios de classificação de risco de crédito emitidos pelas agências de *rating* têm implicações nas estratégias das empresas (Hong et al., 2022; Saadaoui & Soobaroyen, 2018). Chodnicka-Jaworska (2021) destacou que há um crescimento significativo das demandas mundiais pela avaliação do risco ambiental, em razão de investimentos verdes que aumentaram em grande proporção, e das empresas e governos que intensificaram a emissão de títulos atrelados a ações ambientais. Enquanto isso, a falta de transparência na divulgação dos dados pelos executivos gera um conflito de agência, pois os investidores e a sociedade não possuem todas as informações necessárias sobre a real performance ESG dos tomadores de capitais. Neste contexto, Bhattacharya e Sharma (2019) reforçam que as agências de *rating* contribuem significativamente para a redução dos problemas de assimetria de informações, ao considerar os fatores ambientais nas suas metodologias de classificação de risco.

Alguns estudos apontam que a adoção de melhores práticas ambiental, social e de governança pode ajudar na obtenção uma melhoria do *rating* corporativo (Jang et al., 2020; Jiraporn et al., 2014). Outros estudos associam o aumento na classificação de risco com práticas de manipulação de resultados (Alissa et al., 2013; Hsu & Chen, 2015; Kiesel & Lücke, 2019). Portanto, não há um consenso ou uma posição clara na literatura sobre as implicações do *rating* corporativo na melhoria das práticas ambientais corporativas, uma vez que o foco dos estudos tem sido voltado para os benefícios que o ESG traz para as firmas. Poucos se interessam pelos impactos das ações corporativas na performance social, ambiental e de governança, o que se pretende fazer neste estudo.

Alguns estudos mostram que as estratégias corporativas podem ser influenciadas por outros fatores externos como por exemplo, ambiente institucional legal, características regionais e culturais (Jerbeen & Alnori, 2020; Jesuka & Peixoto, 2023; Jiraporn et al., 2014; Viana et al., 2022; Yamen, Kuzey & Dinc, 2022). Por exemplo, Lu et al. (2009) encontraram diferenças significativas nas estratégias de governança e no desempenho de internacionalização das empresas que atuam nas regiões costeiras e não costeiras na China. Jesuka e Peixoto (2023) reportaram diferenças significativas no comportamento do desempenho financeiro e nas estratégias de governança das firmas presentes no Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e Sul de Goiás e no restante do Brasil.

Kim e Li (2021) ressaltam que as diferenças no comportamento de gerenciamento de resultados e na adoção de práticas ambientais e sociais podem ser explicadas pelo fato de que as características culturais e regionais podem influenciar as estratégias e a ética corporativa

dentro das organizações, o que, consequentemente, exige estudos mais aprofundados para esclarecer as lacunas existentes. São aspectos que colocam em destaque as implicações regionais no comportamento das empresas, abrindo portas para uma investigação mais aprofundada sobre como as práticas de gerenciamento de resultados, do *rating* corporativo e da performance ESG são influenciadas pelas características regionais.

A partir deste panorama, surgiram as seguintes perguntas de pesquisa: Qual a relação entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG das firmas brasileiras? Qual o efeito do *rating* corporativo sobre a performance ESG no Brasil? Será que há diferenças significativas na relação entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG entre as firmas que atuam nas mesorregiões delimitadas pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia¹ e o restante do Brasil? Para responder a essas perguntas, este capítulo tem o objetivo de: **analisar a relação entre o gerenciamento real de resultados, o rating corporativo e a performance ESG das empresas brasileiras listadas na B3, em níveis nacional e regional.**

Nos últimos anos, um crescente corpo teórico vem se desenvolvendo sobre o papel da sustentabilidade nas estratégias corporativas, entretanto, as evidências parecem ser inconsistentes, por se limitarem a explorar apenas os benefícios da adoção das boas práticas ambiental, social e governança em termos de aumento do desempenho financeiro e redução de risco e custo de capital das empresas (Bhattacharya & Sharma, 2019; Hübel, 2022). Entende-se que além dos benefícios que as práticas ambientais trazem para as firmas, é preciso também se preocupar com o reflexo das ações corporativas sobre o desempenho ambiental e social, dentro da perspectiva das teorias financeiras. Além disso, a maioria dos pesquisadores busca fortalecer o campo teórico orientando seus estudos de forma tendenciosa para as vantagens que a sustentabilidade pode trazer para as companhias, o que acaba gerando problemas de agência devido a ocorrência de conflitos de interesses entre firma-sociedade e firma-meio ambiente (Nurunnabi et al., 2019; Tsalis et al., 2020).

Do ponto de vista teórico, este estudo se justifica por vários fatores. Em primeiro lugar, pode-se destacar a resistência do campo das finanças corporativas que esperaram mais de quatro décadas para intensificar as investigações sobre os impactos da sustentabilidade nas estratégias das empresas (Clementino & Richard Perkins, 2021; Kim & Li, 2021). Consequentemente, nos últimos anos tem-se observado um crescimento acentuado de estudos envolvendo a

¹ As mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste do Mato Grosso do Sul foram delimitadas nas diretrizes do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia como área de interesse para promover a produção de conhecimento nesta região.

sustentabilidade à luz das principais teorias financeiras, conforme constatado na pesquisa bibliométrica de Liu e Wu (2022). Esse aumento acelerado da produção científica sobre as implicações da sustentabilidade nas firmas, permitiu o preenchimento de algumas lacunas teóricas, no entanto, tem deixado muitas dúvidas que exigem investigações mais aprofundadas.

Em segundo lugar, a diversidade de resultados encontrados (tanto relações positivas como negativas entre sustentabilidade e desempenho ou entre sustentabilidade e gerenciamento de resultados) motiva o surgimento de novas abordagens sobre os efeitos das práticas ambientais, sociais e de governança e do *rating* corporativo nas estratégias das empresas, à luz das teorias da agência e dos *stakeholders*, da sinalização e da legitimidade. Ademais são poucos ou inexistentes os estudos que abordam simultaneamente sustentabilidade (performance ESG), *rating* corporativo e gerenciamento de resultados no Brasil.

Outra contribuição deste trabalho é a percepção de que a maior parte dos estudos se concentra na investigação das implicações da performance ESG sobre o gerenciamento de resultados, desempenho, valor, endividamento e risco das empresas, fatores que afetam diretamente a riqueza dos acionistas. Entretanto, a consideração da forma como o comportamento antiético e da qualidade do risco de crédito podem contribuir para tornar as empresas ambiental e socialmente responsáveis, aspectos que interessam a sociedade e o meio ambiente são pouco explorados. Paralelamente, o desenvolvimento de estudos que tratam da influência das características regionais na qualidade do *rating* corporativo, nas práticas de gerenciamento de resultados e na performance ESG ainda são extremamente limitados. Os trabalhos de Lu et al. (2009) e de Jesuka e Peixoto (2023) chamam a atenção da literatura sobre a necessidade de novos estudos que abordam as implicações dos aspectos regionais nas estratégias corporativas.

Nesta perspectiva, trazemos novas evidências que corroboram com as teorias da agência, da sinalização e dos *stakeholders*, dando nova ênfase no conflito de interesses entre firma-sociedade e firma-meio ambiente. Buscou-se apresentar uma visão panorâmica sobre a interrelação entre os três construtos para mitigar os problemas de assimetria da informação, considerando que a abordagem isolada não fornece um entendimento mais robusto que possa reduzir as lacunas existentes na literatura. Por fim, contribuímos com avanço dos estudos regionais no Brasil, fornecendo os primeiros indícios sobre como a relação entre o *rating* corporativo, as práticas de gerenciamento de resultados e a performance ESG se comportam em dimensão regional.

Do ponto de vista prático, chamamos a atenção dos gestores sobre as consequências negativas das práticas de manipulação de resultados e da qualidade do *rating* de crédito na performance ESG, ao mesmo tempo apontamos a necessidade de que haja um alinhamento das estratégias corporativas com os objetivos de desenvolvimento sustentável para reduzir os problemas de agência entre a sociedade, o meio ambiente e os *stakeholders*. Além disso, as evidências podem orientar os investidores individuais e institucionais que são ambientalmente responsáveis nas suas estratégias de investimento, ficando atentos aos efeitos da classificação de risco, das práticas antiéticas e dos aspectos regionais na performance ESG das firmas que nelas investem. Os formadores de políticas públicas poderiam com este estudo ficar mais cientes da necessidade de criar normas mais rígidas para coibir as práticas antiéticas gerenciais que podem distorcer a percepção da coletividade sobre a performance das práticas ESG das empresas.

3.2 REFERENCIAL TEÓRICO

3.2.1 Gerenciamento Real de Resultados e Performance ESG

Vários autores tentam apresentar uma definição para o conceito ESG. Para Li et al. (2022), o ESG está diretamente ligado aos conceitos de economia verde, responsabilidade social corporativa e investimento responsável, tornando-se um padrão para medir o grau de desenvolvimento sustentável em nível mundial. Kiesel e Lücke (2019) ressaltam que as práticas ESG fornecem informações não financeiras que refletem o desempenho e a exposição de uma firma aos riscos ambiental, social e de governança. Segundo Khalid et al. (2022), os pilares ESG assumem um papel importante na determinação das práticas sustentáveis das empresas.

Do ponto de vista conceitual, as primeiras evidências teóricas sobre a sustentabilidade empresarial surgiram a partir do trabalho de Carroll (1979) sobre a Responsabilidade Social Corporativa – CSR que foi descrita na época em quatro dimensões que avaliavam o grau do engajamento das corporações com as responsabilidades legais, éticas, econômicas e discricionárias. Autores como Wartick e Cochran (1985) levaram a debates em outras dimensões propondo que o composto CSR seja considerado como um fator determinante da performance das empresas nos quesitos ambientais e sociais.

Na medida em que a sociedade e a comunidade internacional passaram a cobrar uma participação mais efetiva das organizações no combate aos problemas ambientais e sociais, o espectro teórico vem se ampliando para outras abordagens com base nas teorias financeiras (Liu & Wu, 2022). Consequentemente, pode-se ressaltar que discussões sobre a performance ESG

têm sido desenvolvidas a luz das teorias de agência (Ruhnke & Gabriel, 2013; Ranjitha e Madhumathi, 2019), da legitimidade (Connelly *et al.*, 2011; Eliwa, Aboud & Saleh, 2021; Liu & Wu, 2022; Lokuwaduge & Heenetigala, 2016), dos *stakeholders* (Alsayegh, Rahman & Homayoun, 2020; Harrison, Freeman & Abreu, 2015), e da sinalização (Hahn & Kühnen; 2013; Lee, Raschke & Krishen, 2022). Os estudiosos buscam de uma maneira ou outra encontrar uma fórmula para contribuir com a literatura, trazendo a sustentabilidade como teoria essencial que pode ser inserida nas teorias financeiras, visando fornecer um suporte para preencher as lacunas de pesquisa na área e, ao mesmo tempo, orientar as firmas nas suas estratégias corporativas de curto e longo prazo.

Observa-se que a maior parte dos estudos se concentram na investigação dos impactos da adoção de práticas sustentáveis no desempenho e valor (Alsayegh, Rahman & Homayoun, 2020; Bodhanwala & Bodhanwala, 2021; Chen & Xie, 2022; Pulino *et al.*, 2022) risco (Hsu & Chen, 2015; Kuo, Lin & Chien, 2020), no endividamento e no custo de capital das firmas (Al-Amosh *et al.*, 2022; Brasch, Eierle & Jarvis, 2022; Eliwa, Aboud & Saleh, 2021; Fabozzi, Ng & Tunaru, 2021; Feng & Wu, 2021). Nos últimos anos, um crescente corpo teórico vem investigando a relação entre a performance ESG e as práticas antiéticas de gerenciamento de resultados, tendo como base as teorias da agência e *stakeholders* (García-Sánchez *et al.*, 2020; Kim, Park & Wier, 2012; Liu & Wu, 2022; Velte, 2020), e tem levado em consideração o modelo de manipulação de atividades financeiras desenvolvidos por Jones (1991) e aprofundados por Dechow *et al.* (1995) e Kothari, Mizik e Roychowdhury (2016).

Estudos recentes vêm aplicando o modelo de gerenciamento de resultados de Roychowdhury (2006) que capta as atividades reais de manipulação de resultados. Segundo Roychowdhury (2006), para registrar as práticas de manipulação real de resultados por parte dos gestores, deve-se considerar as ações das empresas que violam as práticas comerciais normais para atingir um determinado nível de ganhos, distorcendo a percepção das partes interessadas. Chen e Hung (2021) deixaram claro que o gerenciamento real de resultados pode até satisfazer o desejo dos executivos em curto prazo, entretanto, suas consequências em longo prazo podem ser desastrosas, tanto para a saúde financeira da firma quanto para a boa relação com as partes interessadas.

Na visão de Velte (2020), tais práticas incongruentes também podem ser negativas para as firmas em longo prazo, ao mesmo tempo, podem gerar problemas de agência entre principal-agente, afetando a performance ESG. Neste contexto, surgiu-se a inclusão da sociedade, que além dos *stakeholders* possui grandes interesses na performance ambiental das firmas. Com

isso, a responsabilidade ambiental e social corporativa passaram a integrar as estratégias de negócios. Estudos anteriores investigaram os impactos da adoção de práticas sustentáveis no comportamento de gerenciamento de resultados financeiros da firma, entretanto poucos se interessem pelos efeitos do gerenciamento real de resultados na performance ESG.

García-Sánchez et al. (2020) se baseou na teoria da agência para estudar os efeitos do desempenho CSR sobre o gerenciamento real de resultados de 3.594 empresas listadas em bolsa de valores localizadas em 28 países da América, Europa, Oriente Médio e África no período de 2007 a 2016. As evidências apontaram que o desempenho CSR reduz o gerenciamento real de resultados, e que esta relação foi moderada pelo comportamento de entrincheiramento gerencial nas firmas. Pathak e Gupta (2022) também aplicaram regressão Tobit e dados em painel em uma amostra de 36.981 observações firmas-ano coletadas em 33 países e encontraram que a performance ESG exerce um efeito negativo sobre gerenciamento real de resultados. Utilizando dados de empresas com ações negociadas em 16 países, Gonçalves e Sousa (2022) reportaram uma relação negativa entre gerenciamento real de resultados e a CSR. O estudo encontrou indícios fortes de que os executivos evitam tais práticas antiéticas para proteger a rentabilidade em longo prazo das empresas.

As evidências acima apresentadas destacam apenas um número limitado do universo de estudos que reforçaram a literatura sobre o poder redutor da performance ESG sobre as práticas de gerenciamento real de resultados. Entretanto, alguns fatores devem ser destacados. Em primeiro lugar, a maior parte dessas pesquisas seguem uma corrente tradicional da teoria da agência que prioriza apenas o conflito de interesses entre agente-principal-stakeholders, ignorando as perspectivas ambiental e social. O foco principal tem sido voltado para a importância da performance ESG para a redução do gerenciamento de resultados, desconsiderando a existência de uma relação de causalidade reversa entre os dois mecanismos.

Além disso, Gonçalves e Sousa (2022) ressaltam que as empresas evitam práticas de manipulação de resultados por ser um fator desvantajoso para a saúde financeira da firma em longo prazo, portanto, a adoção de práticas ambientais se dissocia de qualquer comportamento antiético por parte dos executivos. Outro aspecto relevante a ser notado, seria o fato de que a maior parte dos estudos acabam considerando o desempenho da CSR como uma *proxy* para a performance ESG o que é fortemente criticado pelos teóricos, em razão das características peculiares de cada um dos constructos (Clementino & Perkins, 2021; Kim & Li, 2021). Por exemplo, a CSR se preocupa primordialmente com as ações voluntárias de cunho filantrópico e o engajamento das empresas com as políticas de desenvolvimento sustentável que refletem o

grau de responsabilidade socioambiental (Freguete, Nossa & Funchal, 2015; Souza, Flach, Alonso & Broietti, 2020). Enquanto isso, o ESG é um constructo que analisa todas as ações relacionadas a performance de uma firma nos quesitos ambientais, sociais e de governança (Medeiros & Mol, 2017; Redecker & Trindade, 2021).

Em alinhamento com a teoria da agência, investigar as implicações do gerenciamento real de resultados sobre a performance ESG pode proporcionar uma visão diferente que talvez não possa ser observada na relação entre as duas variáveis. Por exemplo, Garfatta (2021) encontrou uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e a responsabilidade social corporativa na Arábia Saudita, indicando que os executivos podem se envolver em atividades sociais e sustentáveis de forma oportunista para influenciar os *stakeholders*, sobre a transparência na divulgação das informações ambientais.

Neste contexto, pode-se inferir que há possibilidade de que a performance ESG seja um resultado de práticas de manipulação de dados ambientais e sociais por parte dos gestores. Estes aspectos não foram esclarecidos pelos estudos anteriores, e gera a necessidade de uma abordagem mais aprofundada, olhando para os pressupostos não somente do ponto de vista da teoria da agência, mas também, das teorias dos *stakeholders* e de sinalização. Neste sentido, espera-se encontrar que o gerenciamento real de resultados influencia de forma negativa a performance ESG das firmas brasileiras conforme destacado na hipótese seguinte:

H1b: Há uma relação negativa entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG das empresas brasileiras.

H1b: Há uma relação negativa entre o gerenciamento real de resultados e a performance ambiental das empresas brasileiras.

H1b: Há uma relação negativa entre o gerenciamento real de resultados e a performance social das empresas brasileiras.

H1b: Há uma relação negativa entre o gerenciamento real de resultados e a performance de governança das empresas brasileiras.

3.2.2 Rating Corporativo e Performance ESG

Quando se trata de estratégia corporativa a longo prazo, o *rating* corporativo é considerado um mecanismo externo que tem sido utilizado pelas empresas nas suas decisões. Há mais de meio século, as agências de *rating* surgiram e vêm assumindo uma posição de destaque no sistema financeiro internacional, por meio de suas avaliações de classificação de risco de crédito dos emissores de ações e títulos privados e públicos (Bhattacharya & Sharma,

2019; Hsu & Chen, 2015; Li, Wu, Chen & Huang, 2022). Esse protagonismo do mercado de classificação de risco de crédito, tornou o *rating* um mecanismo importante que possui alto poder de influência sobre as decisões de investimento, considerando que tanto investidores individuais quanto institucionais se baseiam nele para decidir onde e como aplicar seus recursos (Chodnicka-Jaworska, 2021).

Alguns autores tentaram definir o *rating* de crédito sob a perspectiva da teoria da agência, entretanto, a maior parte deles enxergam a atuação das agências de classificação de risco sob a ótica da teoria da sinalização e dos *stakeholders*. Por exemplo, na visão de Jiraporn et al. (2014), um *rating* de crédito simboliza um sinal da qualidade de risco de investimento de uma empresa, considerando fatores que refletem sua probabilidade de inadimplência e sua saúde financeira. Bhattacharya e Sharma (2019), por sua vez, destacam que a classificação de risco tem o objetivo de mitigar os problemas de assimetria da informação do credor sobre a real qualidade de crédito de um devedor. Os autores defendem que a capacidade de um emissor de títulos de dívida em honrar seus compromissos a tempo depende do nível de risco de negócios e do perfil de risco financeiro. Para Alissa et al. (2013), os relatórios de classificação de crédito funcionam como um instrumento que sinaliza uma manutenção de relacionamentos com as partes interessadas. Li et al. (2022) ressaltam o papel fundamental do *rating* na redução dos problemas de assimetria de informação entre gestores, principal e os *stakeholders*.

As mudanças estruturais que a sustentabilidade trouxe para as estratégias das empresas e as demandas mundiais pela avaliação de risco ambiental foram decisivas para que as agências de *rating* considerassem os critérios ESG nas suas metodologias de classificação de risco (Kiesel & Lücke, 2019). Dados publicados pelo Fórum de Investimento Social vêm demonstrando que houve um crescimento no volume de ativos atrelados ao investimento social e ambiental nos últimos anos, chegando a mais de 60 trilhões de dólares (Attig et al., 2013; Kiesel & Lücke, 2019).

Apesar dos problemas de regulação no sistema financeiro internacional, esse aumento do volume de ativos traduz o engajamento de investidores tanto individuais quanto institucionais que canalizam seus recursos para as empresas que adotam as melhores práticas de sustentabilidade. Na perspectiva das teorias da agência, dos *stakeholders* e de sinalização, Bhattacharya e Sharma (2019) chamam a atenção para o fato de que as pessoas estão aplicando seus capitais sem ter conhecimento da real performance ESG das firmas em que investem. Para reduzir esse problema de assimetria da informação, vários estudos vêm destacando que a classificação de risco das agências de *rating* passou a ser utilizada como instrumento para

tomada de decisão pelos investidores ambientalmente orientados, por desempenhar uma função essencial na mensuração e mitigação de risco corporativo (Hong et al., 2022; Jiraporn et al., 2014).

Nos últimos anos, o *rating* corporativo deixou de ser uma preocupação somente do mercado, também passou a ser objeto de estudos que procuram entender como ele influencia as estratégias das empresas. Com isso, tem-se observado na literatura várias pesquisas que investigam o *rating* corporativo como mecanismos para redução de custo de capital (Kiesel & Lücke, 2019; Miiller & Martinez, 2016), de risco em longo prazo (Hong et al., 2022; Hübel, 2022) e para melhorar a reputação das firmas perante o mercado (Alissa et al., 2013; Annisa & Ningsih, 2021; Attig et al., 2013; Chen & Xie, 2022). Esses estudos servem como pano de fundo para outras pesquisas que enxergam este mecanismo como um meio para enviar um sinal forte para o mercado e para as partes interessadas sobre a qualidade de risco financeiro e ambiental. Neste aspecto, destacam-se os vários autores que se interessaram pela relação entre a performance ESG e a qualidade de *rating* corporativo em países emergentes (Bhattacharya & Sharma, 2019; Devalle, Fiandrino & Cantino, 2017; Jiraporn et al., 2014).

Jiraporn et al. (2014) utilizaram uma amostra de 2.516 observações firmas-ano dos Estados Unidos no período de 1995 a 2007 para investigar os efeitos da responsabilidade social corporativa no *rating* corporativo. Os autores reportaram que as empresas que possuem um melhor desempenho CSR tiveram melhores classificações de risco de crédito, e consequentemente observaram uma redução dos custos de capitais no mercado financeiro. Considerando um painel contendo 38.158 observações firmas-ano entre 1991 e 2012, Hsu e Chen (2015) também constataram que as companhias que são social e ambientalmente responsáveis tendem a apresentar melhor desempenho no *rating* corporativo. Devalle, Fiandrino e Cantino (2017) realizaram uma pesquisa envolvendo 412 companhias italianas e espanholas de capital aberto, e encontraram que a performance ESG afetou de forma positiva o *rating* corporativo. Bhattacharya e Sharma (2019) investigaram os efeitos do ESG no *rating* corporativo de 122 empresas indianas listadas na Bolsa de Valores de Bombaim (BSE), e encontraram uma relação positiva entre o escore ESG e o *rating* corporativo das empresas de pequenos e médios portes.

A partir das evidências acima apresentadas dois aspectos merecem ser destacados. De um lado, assim como já foi discutido neste estudo, há um grande interesse por parte dos autores em investigar como a adoção das práticas sustentáveis podem ajudar as firmas melhorar suas notas de classificação de risco corporativo, porém, eles não levam em consideração as

implicações do *rating* corporativo na performance ESG. O segundo aspecto diz respeito a falta de transparência no uso de dados sociais e ambientais pelas agências de *rating* que não divulgam as metodologias utilizadas na avaliação de risco corporativo. Essas dúvidas deixam um vasto campo a ser explorado para desvendar esse quebra cabeça, tendo em vista a presunção de que existe uma relação de causalidade reversa entre os dois constructos.

Chodnicka-Jaworska (2021) reforça a necessidade de que haja estudos mais aprofundados sobre o efeito das práticas ESG no *rating* de crédito das firmas, quando se considera que os investidores utilizam a classificação de risco das agências nas suas tomadas de decisões para avaliar o nível de riscos de crédito e de inadimplência dos tomadores de capitais. Diferentemente de estudos anteriores, o foco principal desta pesquisa é de abordar os impactos do rating corporativo na performance ESG, à luz das teorias da sinalização e dos *stakeholders*. Presume-se que ao manter uma boa classificação de risco, as firmas sinalizam ao mercado não somente sobre a qualidade de crédito, também enviam uma mensagem forte aos investidores ambientalmente orientados sobre a sua performance nos quesitos ESG, para estabelecer uma relação de confiança com as partes interessadas.

Neste contexto, considerando que as agências de classificação de risco informaram que integram os fatores ambientais nas suas metodologias, espera-se que um aumento no *rating* corporativo tenha um efeito positivo sobre a performance ESG das firmas brasileiras, conforme elencado nas hipóteses seguintes:

H2a: Há uma relação positiva entre o *rating* corporativo e a performance ESG das empresas brasileiras.

H2b: Há uma relação positiva entre o *rating* corporativo e a performance ambiental das empresas brasileiras.

H2c: Há uma relação positiva entre o *rating* corporativo e a performance social das empresas brasileiras.

H2d: Há uma relação positiva entre o *rating* corporativo e a performance de governança das empresas brasileiras.

A partir do panorama traçado até aqui, pode-se destacar que de um lado o gerenciamento real de resultados pode reduzir a performance ESG, por outro, o *rating* corporativo emitido pelas agências de classificação de risco pode melhorar a performance ambiental, social e de governança das firmas. Olhando para esses dois cenários, surgiram-se alguns questionamentos que deixam um quebra-cabeça que precisa ser resolvido. Li et al. (2022) destacam que as

práticas ESG são consideradas pelos gestores como estratégia de gestão de risco em longo prazo. Kiesel e Lücke (2019) relatam que os esforços para se tornar sustentável acarreta altos custos de investimento, portanto as companhias precisam não somente levantar recursos para investir nessa jornada, mas também devem manter a saúde da firma em curto prazo e satisfazer os desejos das partes interessadas e da sociedade. Paralelamente, Chodnicka-Jaworska (2021) sinalizou que em situações extremas, os gestores manipulam os resultados financeiros para melhorar a qualidade do *rating* corporativo, o que pode influenciar até as próprias agências de classificação de risco e os *stakeholders*.

As práticas antiéticas são uma grande preocupação tanto para o mercado quanto para a academia, pois podem trazer graves consequências para a firmas e as partes interessadas em longo prazo. Presume-se que ao manipular os resultados financeiros para obter uma melhor classificação de risco, os executivos podem satisfazer os seus desejos em curto prazo, entretanto do ponto de vista estratégico (longo prazo), tal comportamento pode prejudicar a reputação das firmas e das agências de *rating*, e ao mesmo tempo, pode atrapalhar a relação com investidores e *stakeholders*. Esse pressuposto pode ter fundamento no trabalho de Alissa et al. (2013), que sugere que as companhias classificadas abaixo ou acima do grau de investimento (nível que indica baixo risco de inadimplência) são capazes de melhorar a qualidade do *rating* esperado pela prática de gerenciamento de resultados direcional. Paralelamente, na ausência de mecanismos de controle, Chen e Xie (2022) destacam que há possibilidade de que a performance ESG das firmas seja um resultado de dados ambientais e sociais adulterados para influenciar as partes interessadas sobre o engajamento com as práticas sustentáveis e obter vantagens competitivas.

A partir das evidências apresentados por Alissa et al. (2013) e Chen e Xie (2022) pode-se observar que as práticas de gerenciamento de resultados têm implicações tanto na performance ESG quanto na qualidade do *rating* corporativo. Tais comportamentos antiéticos desafiam as teorias da legitimidade e dos *stakeholders* que fornecem a base para as abordagens sobre a performance ESG e o *rating* corporativo (Chen & Xie, 2022; Miiller & Martinez, 2016; Qureshi et al., 2020).

Considerando que os estudos abordam esses três fatores de modo isolado (ESG *versus* gerenciamento de resultados e ESG *versus* *rating* corporativo), a lacuna sobre a forma que elas se interagem ainda permanece sem resposta, e exige estudos mais aprofundados. Neste contexto, baseando-se nos pressupostos das teorias da legitimidade e dos *stakeholders*, estes aspectos serão investigados para verificar como a performance ESG se comporta diante da

interação entre o gerenciamento de resultados e o *rating* corporativo, como é expresso nas hipóteses seguintes:

H3a: O *rating* corporativo modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG das empresas brasileiras.

H3b: O *rating* corporativo modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance Ambiental das empresas brasileiras.

H3c: O *rating* corporativo modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance Social das empresas brasileiras.

H3d: O *rating* corporativo modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance Governança das empresas brasileiras.

3.2.3 Gerenciamento Real de Resultados, Rating Corporativo e a Performance ESG: Implicações regionais.

Considerar a influência de fatores não financeiros no comportamento e na gestão das empresas sempre foi uma preocupação central na literatura acadêmica. Estudos recentes destacam que as peculiaridades regionais e institucionais desempenham um papel fundamental na forma como as empresas estruturam suas práticas financeiras e de sustentabilidade corporativa. Por exemplo, Shkura (2019) explora como o desenvolvimento do Investimento Socialmente Responsável (SRI) varia entre regiões devido a diferenças estruturais nos mercados financeiros, no nível de governança e nas expectativas dos investidores. Da mesma forma, John, Knyazeva e Knyazeva (2011) demonstram que a localização geográfica das empresas afeta suas políticas financeiras e estratégicas, influenciando desde a política de dividendos até o acesso ao capital.

No contexto das decisões financeiras e da governança corporativa, Wang e Esqueda (2014) destacam que as condições institucionais e o ambiente econômico regional impactam diretamente as decisões de alavancagem das empresas. Esses fatores estruturais podem refletir a solidez das instituições financeiras, o grau de proteção dos investidores e a sofisticação do mercado de capitais, aspectos que influenciam tanto o gerenciamento real de resultados (REM) quanto a performance ESG. Além disso, Yamen, Kuzey e Dinc (2022) argumentam que a qualidade institucional e o *enforcement* regulatório são determinantes cruciais na adoção de práticas de *earnings management*, reforçando que o impacto das práticas gerenciais sobre a sustentabilidade empresarial pode variar significativamente entre diferentes contextos regionais. Dessa forma, a regionalidade emerge como um fator central na relação entre rating corporativo, gerenciamento real de resultados e performance ESG. Diferenças institucionais,

regulatórias e de mercado influenciam a forma como as empresas respondem a incentivos financeiros e de sustentabilidade, tornando essencial considerar o ambiente regional ao analisar esses fenômenos.

Assim como os aspectos ambientais, as dimensões regionais também enfrentaram resistência para se tornarem objeto de estudo no campo das finanças corporativas (Gao, Ng & Wang, 2011; Ivković & Weisbenner, 2005; Viana et al., 2021). Entretanto, com o surgimento das teorias de internacionalização da firma, alguns estudos vêm observando que as dimensões regionais são fatores determinantes nas estratégias de inserção em um mercado globalizado. Nesse contexto, a localização geográfica passou a ser considerada uma variável essencial nas estratégias de expansão das empresas. Vários estudos passaram a analisar os efeitos da localização geográfica sobre as decisões de endividamento (Jerbeen & Alnori, 2020; John, Knyazeva & Knyazeva, 2011; Wang, Johnson & Wang, 2016), nas estratégias de governança corporativa (Jesuka & Peixoto, 2023; John, Knyazeva & Knyazeva, 2011; Lu, Xu & Liu, 2009) e nas decisões de investimento (Ivković & Weisbenner, 2005; Loughran, 2008), bem como nas práticas de gerenciamento de resultados das firmas (Gao, Ng & Wang, 2011; Yamen, Kuzey & Dinc, 2021).

Alguns estudos vêm demonstrando que a localização geográfica da empresa (país e/ou região) influencia comportamentos e benefícios distintos entre as firmas. Jerbeen e Alnori (2020) ressaltam que a localização da sede de uma empresa molda sua escolha de estrutura de capital, ao descobrirem que empresas situadas em grandes cidades apresentam níveis mais altos de alavancagem de mercado e contábil do que aquelas cuja sede está em cidades menores. Lu, Xu e Liu (2009) constataram que as empresas localizadas nas regiões costeiras adotam estratégias de governança distintas e possuem desempenho de internacionalização diferente de suas contrapartes sediadas em regiões internas da China.

No Brasil, Jesuka e Peixoto (2023) reportaram diferenças significativas nas estratégias de governança corporativa, no desempenho e alavancagem entre as empresas que possuem atividades nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba e o Sul de Goiás e aquelas que não atuam naquela região. São resultados que mostram que de alguma forma as diferenças nas características e valores regionais, até dentro de um mesmo país, podem ter reflexos distintos nas estratégias organizacionais e nas escolhas da localização de atuação.

Além da teoria da internacionalização da firma, as dimensões regionais também encontraram sua base na teoria dos valores contábeis de Gray (1988), que mostrou os efeitos das características diferentes da cultura nacional dos países sobre os níveis de manipulação dos

lucros por parte dos executivos. Como enfatizado por Viana et al. (2022), é essencial considerar que as condições institucionais e as características regionais podem afetar significativamente as decisões organizacionais, desde a escolha das estruturas contábeis até a divulgação dos ganhos.

Loughran e Schultz (2006) aplicaram a teoria da agência à influência da localização das empresas, ao argumentar que a proximidade com investidores pode reduzir a assimetria da informação e, consequentemente, os custos de agência. Assim, a localização das firmas se torna um fator economicamente significativo, impactando as decisões estratégicas e os relacionamentos com *stakeholders*.

A literatura também sugere que fatores institucionais e geográficos influenciam práticas de gerenciamento de resultados, ratings corporativos e estratégias de Responsabilidade Social Corporativa (Jiraporn et al., 2014; Paredes & Wheatley, 2017; Viana et al., 2022). Jiraporn et al. (2014) analisaram 2.516 observações firmas-ano entre 1995 e 2007 e identificaram que as políticas de CSR (*Corporate Social Responsibility*) tiveram impactos semelhantes entre empresas situadas na mesma região, possivelmente devido a efeitos de clientela dos investidores, concorrência local e interações sociais. Além disso, observaram que o grau de CSR de uma empresa foi influenciado pelo nível médio de CSR das companhias geograficamente próximas, independentemente de suas características internas.

No que se refere aos efeitos das características institucionais e da localização sobre as práticas contábeis, alguns estudos internacionais fornecem evidências, ainda que limitadas. Viana et al. (2022), com uma amostra de 30.916 observações firma-ano em 33 países desenvolvidos e emergentes, identificaram que o gerenciamento de resultados é influenciado pelo ambiente institucional e pode diferir entre firmas sediadas em países com diferentes níveis de desenvolvimento. Da mesma forma, Yamen, Kuzey e Dinc (2022) constataram que a qualidade institucional e o *enforcement* regulatório afetam significativamente o gerenciamento de resultados, reforçando a importância das particularidades regionais e institucionais na sustentabilidade empresarial.

As diferenças regionais podem influenciar significativamente as estratégias empresariais e as práticas de governança corporativa. Estudos sobre cultura organizacional indicam que aspectos específicos de uma determinada região podem impactar a forma como as empresas gerenciam riscos, estruturam sua governança e respondem a incentivos externos, como a classificação de crédito e as exigências ESG (John, Knyazeva & Knyazeva, 2011; Paredes & Wheatley, 2017). Dado que fatores institucionais e econômicos variam entre regiões,

é fundamental considerar abordagens que analisem como essas diferenças moldam o comportamento corporativo em distintos contextos regulatórios e de mercado.

Portanto, a localização permanece um fator determinante na decisão das firmas e pode gerar problemas de assimetria de informação (Gao, Ng & Wang, 2011; Ivković & Weisbenner, 2005). Neste sentido, à luz da teoria da agência, pretende-se explorar como as diferenças regionais no contexto brasileiro influenciam as práticas do ESG, a qualidade de *rating* corporativo e de gerenciamento real de resultados, comparando as empresas que possuem negócios nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso (TMAPSGLMS), e aquelas que não possuem atividade nesta região.

O trabalho de Jesuka e Peixoto (2023) apresenta indícios de que aquela mesorregião merece uma atenção especial da academia para estudar de modo mais aprofundado suas implicações nas estratégias e no comportamento das empresas que nela atuam. Trazendo a abordagem de Jesuka e Peixoto (2023) para esta discussão, espera-se encontrar comportamentos diferentes em relação às práticas de gerenciamento de resultados, da performance ESG e da qualidade do *rating* nas companhias que atuam na mesorregião do TMAPSGLMS e no restante do Brasil. Aspectos que serão investigados nas hipóteses seguintes:

H4a: Há diferenças significativas no efeito do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance ESG entre as empresas localizadas nas mesorregiões do TMAPSGLMS e aquelas localizadas em outras regiões do Brasil.

H4b: Há diferenças significativas no efeito do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance ambiental entre as empresas localizadas nas mesorregiões do TMAPSGLMS e aquelas localizadas em outras regiões do Brasil.

H4c: Há diferenças significativas no efeito do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance social entre as empresas localizadas nas mesorregiões do TMAPSGLMS e aquelas localizadas em outras regiões do Brasil.

H4d: Há diferenças significativas no efeito do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance de governança entre as empresas localizadas nas mesorregiões do TMAPSGLMS e aquelas localizadas em outras regiões do Brasil.

3.2.4 Estudos anteriores sobre gerenciamento de resultados, rating de crédito e performance ESG no Brasil

A Tabela 19 apresenta um panorama de alguns estudos anteriores sobre a relação entre gerenciamento de resultados, rating de crédito e performance ESG em mercados emergentes.

Ressalta-se que nenhum dos estudos apresentados no quadro trata desses três aspectos de forma simultânea, o que mostra também o ineditismo desta pesquisa. A literatura existente, embora já tenha avançado na compreensão desses fenômenos separadamente, ainda carece de estudos que integrem esses três elementos em um único modelo empírico.

Tabela 19: Estudos anteriores sobre gerenciamento de resultados, *rating* e performance ESG no Brasil

Autores / Ano	Objetivos	Principais Resultados
Márcia Figueiredo D'Souza (2020)	Analisar a relação entre o traço de personalidade maquiavélico e a Responsabilidade Social Corporativa e o gerenciamento de resultados , à luz da teoria do Alto Escalão.	Os profissionais que se preocupam em observar as políticas que remetem à responsabilidade legal, não concordam com a prática de gerenciamento de resultados, no entanto, aqueles que focalizam a responsabilidade econômica, apresentaram disposição para o gerenciamento. Gestores que adotam traços maquiavélicos apresentam menor disposição para a responsabilidade corporativa legal e ética e possuem maior aceitação para o gerenciamento de resultados. A moderação da RSC não reduziu a relação positiva entre o Maquiavelismo e o gerenciamento de resultados.
Barroso, Medeiros & Resende (2020)	Avaliar se empresas brasileiras com maior nível de Disclosure Social apresentaram menor grau de gerenciamento de resultados .	Apesar de não apresentarem significância estatística, os resultados indicam uma relação positiva entre o índice de Social Disclosure e o gerenciamento de resultados e uma relação negativa do Índice de Sustentabilidade Empresarial e o gerenciamento de resultados.
Quirós, Peixoto & Maestri (2020)	Estudar a relação entre a sustentabilidade empresarial e o gerenciamento de resultados .	Não há uma relação entre sustentabilidade empresarial e gerenciamento de resultados. Porém, encontraram uma relação significante entre gerenciamento de resultados e tamanho da firma.
Freire & Albuquerque Filho (2022)	Investigar a influência da Responsabilidade Social Corporativa na qualidade das demonstrações contábeis de empresas brasileiras.	As empresas que não republicam suas informações tendem a apresentar um maior investimento em Responsabilidade Social Corporativa. Quanto maior a Responsabilidade Social Corporativa e o tamanho das empresas, menor é a republicação das demonstrações contábeis pelas empresas. Quanto maior a Responsabilidade Social Corporativa, menor a probabilidade de republicação das demonstrações contábeis pelas empresas.
Souza, Flach, Alonso & Broietti (2020)	Investigar a relação entre a responsabilidade social corporativa e qualidade dos relatórios financeiros	Não há relação entre as divulgações de RSC e a qualidade de Relatório Financeiro. As empresas sustentáveis apresentam níveis mais baixos altos de gerenciamento de resultados. Os resultados permanecem inalteradas quando o gerenciamento de resultados é substituído por meio de acréscimos discricionários.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dessa forma, a presente pesquisa contribui para a literatura ao propor uma abordagem integrada, analisando como as práticas de gerenciamento de resultados e a classificação de risco de crédito podem influenciar a performance ESG das empresas brasileiras. Além disso, este estudo preenche uma lacuna importante ao investigar se tais relações diferem de acordo com características institucionais e estruturais do mercado brasileiro, que apresenta especificidades

regulatórias distintas de mercados desenvolvidos. Propõe-se a partir desta abordagem apresentar uma compreensão mais ampla dos *trade-offs* entre qualidade da informação contábil, risco financeiro e sustentabilidade corporativa, oferecendo implicações relevantes tanto para pesquisadores quanto para reguladores e investidores.

3.3- METODOLOGIA

3.3.1 Amostra e Fonte de Dados

Para investigar a relação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* corporativo e a performance ESG, utilizou-se uma amostra de 542 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2023. As empresas do setor financeiro foram excluídas devido à sua estrutura de capital distinta em relação às demais companhias. O período de análise inicia-se em 2010, considerando que, a partir de 2009, houve a convergência das normas contábeis brasileiras aos padrões globais do *International Financial Reporting Standards - IFRS*. Além disso, a amostra abrange um intervalo que permite captar possíveis efeitos da pandemia de COVID-19 (SARS-CoV-2), que teve impactos significativos nas atividades empresariais entre 2020 e 2021.

Para a análise em nível regional, a amostra foi segmentada em duas subamostras, seguindo os critérios adotados por Jesuka e Peixoto (2022). A primeira inclui empresas que possuem sede, ou pelo menos uma filial, uma planta, uma subsidiária ou que tenha alguma representação nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul. A segunda abrange as demais companhias que não atendem a nenhum desses critérios. A identificação da área de atuação das empresas foi realizada por meio de uma pesquisa direta em seus *websites*, especialmente na seção “onde atuamos”, que informa as localidades onde elas operam. Essa segmentação busca explorar a Regionalidade, analisando o impacto econômico, social e de governança das empresas que atuam nessas mesorregiões, onde a UFU possui maior influência. Após a divisão, identificaram-se 117 empresas com atuação nessas regiões e 425 sem atividades nesses locais. Os dados econômicos, financeiros e de sustentabilidade foram extraídos da plataforma *Eikon Refinitiv* da Thomson Reuters, enquanto isso, os do *rating* corporativo foram coletados na base do Bloomberg L.P.

3.3.2 Variáveis do Estudo

Todas a variáveis considerados neste estudo foram baseadas nos trabalhos de Bajaj, Kumar e Singh (2022), Gonçalves, Gaio e Ferro (2021), Grimaldi *et al.* (2020) e de Velte

(2021). Considerou-se os escores ambiental, social e de governança, calculados pela Thomson Reuters como métricas de sustentabilidade empresarial. Sendo assim, as variáveis dependentes são performance ESG (ESG), Performance Social (SOCIAL), Performance Ambiental (AMBIENTAL) e Performance Governança (GOV). Como variáveis independentes utilizou-se o gerenciamento real de resultados e o *rating* corporativo.

i) Gerenciamento Real de Resultados (REM): baseou-se no modelo de Roychowdhury (2006) para calcular o gerenciamento real de resultados. Este modelo de REM é utilizado em estudos realizados em países emergentes por apresentar uma abordagem que permite registrar a real manipulação de resultados por parte dos executivos (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021; Mutuc, Lee & Tsai, 2019). Em um primeiro momento, o autor destaca a decisão oportunista dos gestores que reduzem os gastos com Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) como uma forma de justificar a falta de recursos para pagar dividendos. Em um segundo momento, considera o fato em que as empresas realizam ofertas excessivas de descontos em mercadorias para aumentar de forma fictícia as receitas de vendas, o que consequentemente leva a falsos julgamentos sobre os resultados financeiros. Também considerou a premissa de que os gestores reduzem as despesas de vendas e administrativas para aumentar os lucros, além de fazer o acúmulo excessivo de estoque de produção para reduzir o custo de bem vendido oportunisticamente.

Diferentemente de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), para encontrar o comportamento de gerenciamento real de resultados de uma empresa, Roychowdhury (2006) calculou a soma dos resíduos de três modelos de regressão múltipla estimados pelos Mínimos Quadrados Ordinários, procurando detectar as anormalidades de fluxo de caixa, das despesas discricionárias e da produção. No primeiro modelo, estimou-se o fluxo de caixa anormal a partir de uma regressão múltipla, conforme destacada na Equação (15):

$$AbnCFO_{t,i} = \frac{CFO_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (15)$$

Em que $AbnCFO_{i,t}$ é o fluxo de caixa operacional da firma (i) no tempo (t), $AT_{i,t-1}$ representa o ativo total da firma (i) no tempo (t-1), $VENDT_{i,t}$ são as vendas totais da firma (i) no tempo (t); $\Delta VENDT_{i,t}$ é a variação das vendas totais da firma (i) no tempo (t) e ε_t o termo de erro. Seguindo a mesma lógica de Roychowdhury (2006), no segundo modelo estimou-se as despesas discricionárias anormais pela regressão apresentada na Equação (16):

$$AbnDESPDISC_{t,i} = \frac{DESPDISC_{t,i}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (16)$$

Onde, $AbnDESPDISC_{t,i}$ são as despesas discricionárias da firma (i) no tempo (t); $VENDT_{i,t-1}$ representa as vendas totais da firma (i) no tempo (t-1); e $AT_{i,t-1}$ é o ativo total da firma (i) no tempo (t-1) e ε_t o termo de erro. No último modelo, estimou-se na Equação (17), os custos anormais de produção $AbnPROD_{t,i}$ de cada firma.

$$AbnPROD_{t,i} = \frac{PROD_{t,i}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (17)$$

Em que $VENDT_{i,t}$ são as vendas totais da firma (i) no tempo (t); $\Delta VENDT_{i,t}$ é a variação das vendas totais da firma (i) no tempo (t); $\Delta VENDT_{i,t-1}$ é variação das vendas da firma (i) no tempo (t-1); $AT_{i,t-1}$ representa o ativo total da firma (i) no tempo (t-1) e ε_t o termo de erro. Vale destacar que, seguindo Roychowdhury (2006) as variáveis $AbnCFO$, $AbnDESPDISC$ e $AbnPROD$ foram calculadas pela diferença entre o valor real observado e o valor estimado pelo modelo. Depois da estimação dos três modelos, o gerenciamento real de resultados é calculado somando os resíduos das três regressões já apresentadas nas equações (15), (16) e (17), conforme observada na Equação (18).

$$GRR_{t,i} = AbnCFO_{t,i} + AbnDESPDISC_{t,i} + AbnPROD_{t,i} \quad (18)$$

Onde:

$GRR_{t,i}$ é o gerenciamento real de resultados da firma (i) no tempo (t) calculado utilizando o valor absoluto dos três fatores;

$AbnCFO_{t,i}$ é o fluxo de caixa operacional anormal da firma (i) no tempo (t);

$AbnDESPDISC_{t,i}$ representa as despesas discricionárias anormais da firma (i) no tempo (t);

$AbnPROD_{t,i}$ representa os custos de produção anormais da firma (i) no tempo (t).

As demais variáveis importantes neste estudo são:

ii) *Rating Corporativo (RATCORP)*: Segundo Saadaoui e Soobaroyen (2018), as agências de rating avaliam o grau de risco das empresas e emitem uma nota que representa a capacidade e o desejo de um emissor de pagar suas dívidas a tempo (Alissa *et al.*, 2013; Annisa & Ningsih, 2021). Para definir o grau do risco de crédito das empresas, as agências utilizam metodologias próprias que as permitem avaliar o bem-estar financeiro e o risco de falências das firmas. O

rating disponibilizado pelas agências é divulgado por meio de uma notação alfabética que reflete a qualidade de crédito das companhias. Para facilitar a inclusão em regressão, seguiu-se Chodnicka-Jaworska (2021) e transformou-se a escala em formato numérico e em ordem decrescente, em que assume o valor de 0 a pior nota e de 100 o melhor o *rating* da empresa. Todas as variáveis consideradas neste estudo são apresentadas na Tabela 20 com suas métricas, sinal esperando e autores bases.

Tabela 20: Variáveis do Estudo

Variáveis	Símbolo	Métricas	Sinal Esperado	Autor Base
Dependente				
Performance ESG	ESG	Escore Ambiental, Social e Governança calculado pela Thomson Reuters	N/A	Chodnicka-Jaworska (2021); Bajaj, Kumar e Singh (2022); Velte (2019 e 2021).
Performance Ambiental	AMBIENTAL	Escore ambiental calculado pela Thomson Reuters	N/A	Gonçalves, Gaio e Ferro (2021); Dicuonzo et al. (2022)
Performance Social	SOCIAL	Escore social calculado pela Thomson Reuters	N/A	Grimaldi et al. (2020), Dicuonzo et al. (2022)
Performance de Governança	GOV	Escore de governança calculado pela Thomson Reuters	N/A	Velte (2019 e 2021) Dicuonzo et al. (2022)
Independente				
Gerenciamento Real de Resultados	REM	$AbnCFO_{t,i}$ + $AbnDESPDISC_{i,t}$ + $AbnPROD_{t,i}$	-	Al-Haddad e Whittington (2019) Roychowdhury (2006); Xi e Xiao (2022);
Rating Corporativo	RATCORP	Média anual do rating corporativo de Standard & Poor ou Moody's ou Fitch Rating atribuído a cada firma, transformado de 0 a 22	+	Cash (2018) Chodnicka-Jaworska (2021); Hübe (2020)
Controle				
Tamanho do Conselho de Administração	TAMC	Número de Membros no Conselho de Administração		Rooh, Zahid, Malik e Tahir (2021)
Dualidade CEO	DUALCEO	Variável <i>Dummy</i> , assumindo o valor de 1 se o CEO é também o presidente do conselho de administração, e 0 caso contrário.	+	Arici, Aladag e Koseoglu (2024) Abdullah et al. (2024)
Reputação da Auditoria	BIG4	Variável <i>Dummy</i> , assumindo o valor de 1 se a firma é auditada por uma das Big4, e 0 caso contrário.		Diab e Eissa (2023); Handayati et al. (2025)
Tamanho da Firma	TAM	Ln (Ativo Total)	+	Qureshi et al. (2020); Xi e Xiao (2022);

Retorno sobre Ativos	ROA	EBITDA / Ativo Total	+	Al-Haddad e Whittington (2019); Dicuonzo et al. (2022); Al-Haddad e
Alavancagem	ALAV	Dívida total /Ativo Total	+	Whittington (2019); Feng e Wu (2021)
Q de Tobin	QTOBIN	$\frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Dívida total}}{\text{Ativo Total}}$	+	Chodnicka-Jaworska (2021); Feng e Wu (2021)
Liquidez Corrente	LC	Ativo Circulante / Passivo Circulante	+	Al-Haddad e Whittington (2019); Qureshi et al. (2020)

Fonte: Elaboração dos autores.

3.3.3 Modelo Econométrico

Assim como Dicuonzo *et al.* (2022) e Turrent e García (2015), adotou-se um modelo de regressão linear com dados em painel e com efeitos fixos por permitir observar as características específicas de cada indivíduo, que se mantém constantes ao longo do tempo. Neste modelo de regressão, os efeitos aleatórios tratam os efeitos individuais como parte do termo de erro e os considera componentes estocásticos não relacionados aos regressores, o que permite reduzir problemas de vieses nos estimadores.

Para chegar ao melhor modelo para executar as regressões, realizou-se os testes de Breush-Pagan, Chow e Hausman, os quais levaram à rejeição das hipóteses alternativas, reforçando o efeito fixo como o mais adequado. Em um primeiro momento, estimou-se o modelo que investiga os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance ESG, como é destacado na equação (19):

$$ESG_{it} = \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 RATCORP_{it} + \beta_3 GRR * RATCORP_{it} + \beta_4 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (19)$$

Em que:

ESG_{it} é a performance ambiental, social e de governança da firma (i) no tempo (t);

GRR_{it} é o gerenciamento real de resultados da firma (i) no tempo (t);

$RATCORP_{it}$ é o *rating* corporativo médio atribuído pelas três agências à firma (i) no tempo (t);

$CONTROLE_{it}$ é o conjunto das variáveis de controle para a firma (i) no tempo (t);

$GRR * RATCORP_{it}$ representa a interação entre o gerenciamento real de resultados e o *rating* corporativo para observar a mediação com a performance ESG; e

e_{it} é o termo de erro estocástico que capta os efeitos dos fatores não observáveis nessa relação.

Em seguida, estimou-se a relação entre o gerenciamento de resultados e o *rating* corporativo e a performance $AMBIENTAL_{it}$ na equação (20), performance $SOCIAL_{it}$ na equação (21) e a performance GOV_{it} na equação (22).

$$AMBIENTAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 RATCORP_{it} + \beta_3 GRR * RATCORP_{it} + \beta_4 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (20)$$

$$SOCIAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 RATCORP_{it} + \beta_3 GRR * RATCORP_{it} + \beta_4 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (21)$$

$$GOV_{it} = \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 RATCORP_{it} + \beta_3 GRR * RATCORP_{it} + \beta_4 CONTROLE_{it} + e_{it} \quad (22)$$

3.4- ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.4.1 Estatísticas Descritivas e Correlação de Pearson

A Tabela 21 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo, incluindo a média e o desvio padrão para a amostra geral, além da comparação entre as empresas que atuam na mesorregião e aquelas que não possuem atividades na região. Os resultados indicam diferenças nos escores de ESG, ambiental, social e de governança entre as empresas, sugerindo que a localização pode influenciar as práticas corporativas.

Para a amostra geral, o escore médio de ESG é 30,76. Em relação aos pilares individuais, os valores médios observados são 27,80 para o escore ambiental, 32,77 para o escore social e 31,57 para a governança. Esses resultados indicam que, em média, as empresas brasileiras apresentam um desempenho ESG e de seus três pilares individuais abaixo de 50. Ao comparar as duas subamostras, observa-se que as companhias que atuam na mesorregião possuem um escore ESG de 34,59, ligeiramente superior ao das empresas que não operam na região, cujo valor médio é 29,57. Embora esses escores sejam baixos, os resultados sugerem que a localização influencia as políticas de sustentabilidade das empresas, possivelmente devido a fatores institucionais, regulatórios ou pressões de *stakeholders* locais que incentivam práticas mais alinhadas às diretrizes ESG.

Tabela 21: Estatística Descritiva

Variáveis	Obs.	Amostra Geral		Empresas Atuando na Região		Empresas Não atuando na Região	
		Média	Dev. Padrão	Média	Dev. Padrão	Média	Dev. Padrão
ESG	1414	30.76	28.87	34.59	30.25	29.57	28.34
ENV	1414	27.80	29.87	32.18	32.15	26.43	29.01
SOCIAL	1414	32.77	31.61	36.80	33.08	31.51	31.04
GOV	1414	31.57	30.33	32.64	30.78	31.23	30.19
REM	1414	0.454	0.271	0.499	0.309	0.44	0.256
RATCORP	1414	2.901	6.487	4.446	7.57	2.406	6.015
ROA	1414	0.011	0.1290	0.0019	0.139	0.0138	0.125
ALAV	1414	0.306	0.223	0.327	0.222	0.299	0.223
QTOBIN	1414	1.069	0.921	1.154	1.030	1.035	0.871
LC	1414	2.091	1.999	1.982	2.203	2.129	1.922
GROWTH	1414	0.0753	0.624	0.0798	0.469	0.074	0.669
TAM_F	1414	15.507	2.187	15.483	2.379	15.515	2.116
TAMC	1414	9.654	3.499	8.92	3.079	9.894	3.596
DUALCEO	1414	0.326	0.469	0.352	0.479	0.3175	0.466
AUDIT	1414	0.5136	0.4998	0.496	0.5002	0.5297	0.4997

Fonte: Resultados da Pesquisa

Analisando os pilares individualmente, o escore ambiental é também mais elevado para as empresas atuantes na região (32,18) em comparação com as demais (26,43). Esse achado pode estar relacionado a políticas ambientais mais rígidas na região que possui forte concentração agropecuária ou à necessidade de adaptação a desafios ou certificações ambientais específicas, como regulamentações sobre emissões de carbono, gestão de resíduos e uso de recursos naturais. O escore social também apresenta uma diferença notável, sendo maior entre as empresas que atuam na região (36,80) do que entre aquelas que não operam nela (31,51), indicando um maior envolvimento dessas empresas com iniciativas sociais locais, como programas de inclusão, desenvolvimento comunitário e bem-estar dos funcionários.

Por fim, no escore de governança, as companhias presentes na região também apresentam uma média ligeiramente superior (32,64) em comparação às empresas que não atuam na região (31,23). Esse achado pode estar relacionado a requisitos regulatórios mais

rigorosos na região ou ao fato de que empresas mais envolvidas com práticas ESG geralmente apresentam uma governança mais estruturada e transparente. Jesuka e Peixoto (2023) também reportaram diferenças significativas na qualidade da governança das companhias ao fazer essa comparação no mesmo contexto regional.

Em relação às variáveis independentes, para a amostra geral, a média de gerenciamento real de resultados (REM) é de 0,454, sugerindo um nível moderado de gerenciamento de resultados entre as empresas analisadas. Já o rating corporativo médio é 2,901, indicando que, em média, as empresas da amostra apresentam uma classificação abaixo do grau de investimento, o que pode estar associado a maiores riscos financeiros e a uma menor percepção de solidez por parte dos investidores individuais e institucionais.

Ao comparar as duas subamostras, observa-se diferenças importantes entre as empresas que atuam e as que não atuam na região analisada. As companhias que operam na região apresentam um REM médio de 0,499, enquanto aquelas que não atuam registram um valor ligeiramente menor (0,44). Essa diferença pode indicar que as empresas presentes na região estão um pouco mais propensas a práticas de gerenciamento de resultados, possivelmente devido à necessidade de demonstrar maior estabilidade financeira em um ambiente competitivo ou regulado. Além disso, a presença na região pode impor desafios operacionais que incentivam ajustes contábeis para suavizar os resultados financeiros.

Em relação ao *rating* corporativo, as empresas que atuam na região possuem uma nota média de 4,446, significativamente superior à daquelas que não operam na região (2,406). Esse resultado sugere que as companhias localizadas na região analisada podem ser percebidas como menos arriscadas pelos avaliadores de crédito, possivelmente devido a melhores condições operacionais, maior acesso a mercados ou políticas corporativas mais robustas. Embora as empresas da região tenham obtido um *rating* corporativo superior, os resultados indicam que, em média, todas as empresas da amostra possuem *ratings* abaixo do grau de investimento. Isso pode refletir desafios estruturais do setor agropecuário, dificuldades macroeconômicas ou um ambiente regulatório que impõe maior risco às operações. Empresas com *ratings* abaixo do grau de investimento tendem a enfrentar custos de capital mais elevados, acesso mais restrito a financiamento e maior volatilidade no mercado (Chen & Xie, 2022; Chodnicka-Jaworska, 2021).

Os resultados das variáveis de controle fornecem um cenário relevante sobre as características financeiras e de governança das empresas da amostra, permitindo uma melhor

compreensão dos fatores que podem influenciar suas práticas corporativas. Para a amostra geral, foi observado uma média de retorno sobre ativos (ROA) de 1,1%, indicando uma baixa rentabilidade operacional das empresas em relação a seus ativos totais. A média de alavancagem financeira é de 0,306, sugerindo que, em média, 30,6% das atividades das empresas são financiadas pelo endividamento. A médio de Q de Tobin é de 1,069, um indicativo moderado de valorização de mercado em relação ao valor contábil dos ativos, enquanto isso, a liquidez corrente de 2,091 demonstra que, em média, as empresas possuem ativos circulantes pouco mais que o dobro de suas obrigações de curto prazo.

Além disso, a oportunidade de crescimento da amostra geral de 7,53% reflete expectativas moderadas de expansão das receitas operacionais das empresas, enquanto o tamanho médio de 15,507 sinaliza um volume consistente de ativos das firmas. Já o tamanho médio do conselho de administração foi de aproximadamente 9 membros, um número próximo aos padrões de governança corporativa recomendados. No que diz respeito à governança, a dualidade de funções de CEO e presidente do conselho de administração ocorreu em 32,6% das empresas, o que pode sugerir desafios relacionados à independência do conselho. Por fim, 51,36% das empresas da amostra foram auditadas por pelo menos uma das quatro maiores firmas de auditoria (*Big Four*), demonstrando um alto nível de conformidade regulatória.

Ao comparar as duas subamostras, observa-se que as empresas atuantes na região apresentam um ROA inferior (0,19%) em relação às que não atuam na região (1,38%). Esse resultado pode indicar que as empresas da região enfrentam maiores desafios operacionais, possuem menor eficiência na utilização de ativos ou estão sujeitas a fatores específicos do ambiente local, como por exemplo precariedade das infraestruturas logísticas, além dos eventos climáticos como a seca e as queimadas registradas nos últimos anos, que podem ter impactados a lucratividade delas.

No que diz respeito à alavancagem financeira, as empresas da região apresentam uma média maior (32,7%) do que aquelas fora da região (29,9%). Esse achado sugere que essas empresas dependem mais de financiamento externo, possivelmente devido a características do mercado local, maior necessidade de investimento ou menor acesso a capital próprio. Já o Q de Tobin das empresas atuantes na região é superior (1,154) em comparação com as demais (1,035), o que pode indicar que o mercado atribui maior valor relativo a seus ativos, seja devido a expectativas mais otimistas sobre sua performance futura ou à valorização de ativos intangíveis.

Em relação à liquidez corrente, as empresas atuantes na região apresentam menor liquidez (1,98) do que aquelas fora da região (2,12). Isso pode indicar que as empresas dentro da região enfrentam maiores pressões financeiras ou investem mais seus recursos em ativos menos líquidos, o que pode impactar sua capacidade de cumprir obrigações de curto prazo. Considerando a forte concentração de empresas do setor agropecuários nesta região, é provável que elas investem mais em bens de capital. Por outro lado, as oportunidades de crescimento das companhias na região são ligeiramente superiores (7,98%) às das empresas fora da região (7,4%), sugerindo que os mercados locais podem oferecer maior potencial de expansão, apesar dos desafios logísticos e climáticos.

No que se refere ao tamanho das firmas, não há grandes diferenças entre os grupos, indicando que a distribuição do porte das empresas é relativamente homogênea. Contudo, em termos de governança, observa-se que as empresas fora da região possuem um conselho de administração ligeiramente maior (10 membros) do que aquelas dentro da região (9 membros). Conselhos maiores podem estar associados a uma governança mais robusta, mas também podem tornar o processo decisório mais lento e menos eficiente.

Outro ponto relevante é a dualidade de funções entre CEO e presidente do conselho, que ocorre com mais frequência nas empresas dentro da região (35,2%) do que naquelas fora da região (31,75%). Esse fator pode indicar que, nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul, há maior concentração de poder no CEO, o que pode impactar a independência do conselho e os mecanismos de governança corporativa. Isso também pode ser explicado pelo fato que as empresas localizadas nessa região são na maioria familiar, o que consequentemente se configura numa maior concentração de controle acionário (Jesuka & Peixoto, 2023). Por fim, em ambas as subamostras, mais de 50% das empresas são auditadas por uma das Big Four, reforçando um padrão elevado de auditoria e conformidade regulatória no mercado analisado.

De forma geral, os resultados sugerem que as empresas que atuam na região podem estar sujeitas a maior pressão regulatória, social ou de mercado para aprimorar suas práticas ESG, refletindo-se em pontuações mais altas nesses indicadores. Além disso, pode haver incentivos econômicos e reputacionais para que essas empresas adotem posturas mais sustentáveis, seja para atrair investidores ou para atender às exigências de consumidores e parceiros comerciais nacionais e internacionais. Ressalta-se a importância de compreender como fatores externos e internos influenciam a percepção de risco e o comportamento contábil das empresas, além de

indicarem possíveis implicações para investidores e reguladores interessados na estabilidade e transparência das empresas.

Os achados evidenciam diferenças relevantes entre as empresas atuantes e não atuantes na região de interesse, especialmente em aspectos financeiros e de governança. Empresas presentes na região apresentam menor rentabilidade, maior alavancagem, maior Q de Tobin e menor liquidez, o que pode indicar um ambiente mais desafiador, mas também um mercado que valoriza seus ativos. Além disso, as diferenças no tamanho do conselho e na dualidade de funções sugerem variações nos padrões de governança que podem influenciar a tomada de decisão corporativa.

Tais evidências corroboram em quase todos os aspectos com os achados de Jesuka e Peixoto (2023), que em contrapartida reportaram um ROA maior para as firmas que atuam nas mesorregiões. Essa diferença poderia ser explicada talvez pelo período investigado (2010 – 2023), captando um possível impacto da pandemia Covid19, no entanto, é uma afirmação cautelosa uma vez que não foi investigado a fundo, por não fazer parte do objetivo deste estudo.

Os resultados da correlação de Pearson, apresentados na Tabela 22, indicam um baixo nível de correlação entre as variáveis independentes e de controle. Esse resultado sugere que possivelmente não há problema de multicolinearidade no modelo. O teste de correlação de Pearson pressupõe que a relação entre as variáveis seja linear e que as observações sejam independentes. Como não foram observadas correlações elevadas, os dados sugerem que as variáveis explicativas não estão altamente relacionadas entre si, reduzindo o risco de redundância na explicação das variáveis dependentes.

Para complementar essa análise e verificar formalmente a ausência de multicolinearidade, foi realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF). Os valores médios e máximos encontrados foram inferiores a 3, confirmando que não há indícios de multicolinearidade significativa no modelo. O teste VIF parte do pressuposto de que, caso os valores sejam superiores a 10, há uma forte relação linear entre as variáveis explicativas, o que poderia comprometer a estabilidade das estimativas dos coeficientes na regressão. Como os valores obtidos estão bem abaixo desse limite crítico, pode-se concluir que a multicolinearidade não é uma preocupação neste estudo.

Tabela 22: Correlação de Pearson entre as variáveis do estudo

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
ESG (1)	1.00														
ENV (2)	0.93*	1.00													
SOCIAL (3)	0.97*	0.89*	1.00												
GOV (4)	0.89*	0.76*	0.82*	1.00											
REM (5)	0.05	-0.004	0.08*	0.06	1.00										
RATCORP (6)	-0.02	-0.06*	-0.03	0.01	0.02	1.00									
ROA (7)	-0.05	-0.01	-0.04	-0.12*	-0.02	0.02	1.00								
ALAV (8)	0.25*	0.21*	0.24*	0.24*	-0.04	0.03	-0.21*	1.00							
QTOBIN (9)	0.05	0.07	0.04	0.001	-0.12*	-0.04	0.02	0.18*	1.00						
LC (10)	-0.21*	-0.21*	-0.20*	-0.16*	-0.023	-0.07*	0.08*	-0.38*	-0.04	1.00					
GROWTH (11)	-0.03	-0.01	-0.03	-0.04	0.020	0.013	0.17*	0.005	0.03	-0.08*	1.00				
TAMC (12)	0.27*	0.23*	0.27*	0.14*	0.02	0.06	-0.03	0.10*	-0.09*	-0.14*	0.005	1.00			
DUALCEO (13)	-0.07*	-0.11*	-0.05	-0.03	0.03	0.02	-0.02	-0.02	0.037	0.11*	0.019	-0.17*	1.00		
AUDIT (14)	0.05	0.06*	0.05	0.02	-0.04	0.02	0.101*	0.02	0.08*	0.04*	0.024	-0.04	-0.03	1.00	
TAM_F (15)	0.56*	0.56*	0.55*	0.44*	-0.03	0.08*	0.35*	0.23*	-0.11*	-0.27*	0.06*	0.38*	0.024	0.20*	1.00

Nota: * significância ao nível de 5%; ESG - Escore ESG; ENV - Escore ambiental; SOCIAL – Escore Social; GOVERNANÇA – Escore de Governança; REM – Real Earnings Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

3.4.2 Resultados dos Modelos de Gerenciamento Real de Resultados

A Tabela 23 apresenta os resultados dos modelos de gerenciamento real de resultados, estimados por meio dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Segundo a metodologia proposta por Roychowdhury (2006), foram estimadas três medidas de atividades anormais associadas à manipulação de resultados: fluxo de caixa anormal (*AbnCFO*), produção anormal (*AbnPROD*) e despesas discricionárias anormais (*AbnDESPDISC*), conforme detalhado na seção metodológica deste estudo.

Os resultados indicam que as despesas discricionárias anormais (*AbnDESPDISC*) são influenciadas de forma positiva e estatisticamente significativa pelo inverso da defasagem do ativo total e pela razão entre a defasagem das vendas e a defasagem do ativo total. Isso sugere que empresas que adotam práticas de gerenciamento real de resultados tendem a ajustar suas despesas discricionárias em resposta a variações nos ativos e vendas passadas, potencialmente para suavizar o lucro ou atender a *benchmarks* de desempenho (Mutuc, Lee & Tai, 2019).

Quanto ao fluxo de caixa anormal (*AbnCFO*), os achados indicam uma relação positiva e significativa com a razão entre as vendas do ano corrente e a defasagem do ativo total, bem como com a razão entre a defasagem do ativo total. Esses resultados sugerem que as empresas aumentam estrategicamente as vendas em relação aos ativos passados para impulsionar o fluxo de caixa operacional. No entanto, o inverso da defasagem do ativo total teve um efeito negativo, o que pode indicar que empresas com menor nível de ativos no período anterior enfrentam maior dificuldade em manter níveis elevados de fluxo de caixa, refletindo restrições operacionais ou limitações de financiamento (Gonçalves, Gaio & Ferro, 2021).

Para a produção anormal (*AbnPROD*), observou-se que esta é positivamente influenciada pela razão entre as vendas do ano corrente e a defasagem do ativo total, assim como pela razão entre a defasagem do ativo total. Esse padrão indica que empresas podem estar ajustando estrategicamente seus níveis de produção para inflar artificialmente os lucros, prática amplamente documentada na literatura sobre gerenciamento de resultados (Al-Haddad & Whittington, 2019; Roychowdhury, 2006; Xi & Xiao, 2022). Por outro lado, a inversão da defasagem do ativo total e a razão entre a variação da defasagem das vendas tiveram efeitos negativos, sugerindo que empresas com ativos em queda ou vendas voláteis podem ter menor flexibilidade para manipular a produção com o objetivo de gerenciar resultados.

Tabela 23: Modelo de Gerenciamento Real de Resultados das empresas

Variáveis	AbnDESPDISC	AbnCFO	AbnPROD
$\frac{1}{AT_{i,t-1}}$	12370.89*** (299.4858)	-4680.9542*** (42.6210)	-6859.04** (28161.43)
$\frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}}$		0.0301*** (0.0071)	0.8592*** (0.0120)
$\frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}}$		0.0486*** (0.0134)	0.0585** (0.0285)
$\frac{\Delta VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}}$			-0.0878* (0.0500)
$\frac{VENDt_{i,t} - 1}{AT_{i,t-1}}$	0.1584*** (0.0142)		
Constante	0.4608*** (0.0130)	0.0340*** (0.0065)	-0.0882** (0.0106)
Observações	2093	3056	958
R ² ajustado	0.464	0.800	0.884

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. Todas as regressões foram estimadas pelos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e baseados nos modelos de gerenciamento real de resultados de Roychowdhury (2006) representado pelas seguintes equações:

$$\text{Regressão (1): } AbnDESPDISC_{t,i} = \frac{DESPDISC_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDt_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t$$

$$\text{Regressão (2) } AbnCFO_{t,i} = \frac{CFO_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t$$

$$\text{Regressão (3): } AbnPROD_{t,i} = \frac{PROD_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta VENDT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta VENDT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_t$$

Fonte: Resultados da Pesquisa

De modo geral, os achados deste estudo corroboram a literatura existente, incluindo os trabalhos de Al-Haddad e Whittington (2019), Roychowdhury (2006) e Xi e Xiao (2022), ao demonstrar que as práticas de manipulação de resultados das empresas analisadas estão fortemente relacionadas à movimentação atípica dos ativos e suas variações. Além disso, os resultados reforçam que a manipulação ocorre por meio de ajustes estratégicos no fluxo de caixa, na produção e nas despesas discricionárias, evidenciando um padrão consistente de gerenciamento real de resultados. Esses achados são particularmente relevantes, pois indicam que as empresas podem estar utilizando essas estratégias para influenciar indicadores financeiros e atender a expectativas de mercado, o que pode impactar a transparência e confiabilidade da informação contábil.

3.4.3 Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG

Este ensaio tem como objetivo investigar os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance ESG das empresas brasileiras, considerando as implicações da localização regional. Para isso, analisou-se os resultados das regressões múltiplas, tanto em nível nacional quanto em nível regional. A Tabela 24 apresenta os resultados das regressões sobre os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo na performance ESG para a amostra geral.

No Modelo 1, ao contrário do esperado, observa-se que o gerenciamento real de resultados exerce um efeito positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10% sobre a performance ESG. Isso sugere que as empresas brasileiras que praticam manipulação de resultados financeiros, seja por meio do fluxo de caixa anormal, despesas discricionárias anormais ou produção anormal, tendem a apresentar um aumento no escore ESG de 6,58%. Esse resultado é contrário a relação negativa encontrada em países emergentes por Abdelbaky et al. (2025), García-Sánchez et al. (2020) e Pathak e Gupta (2022), porém, alinhado com o estudo de Garfatta (2021), que também identificaram uma relação positiva entre gerenciamento real de resultados e ESG para empresas sauditas. Uma possível explicação para esse efeito positivo é que os gestores brasileiros podem estar utilizando estratégias oportunísticas de manipulação contábil para apresentar uma imagem mais favorável de suas práticas ESG, buscando atender às expectativas dos *stakeholders* e melhorar sua reputação no mercado.

No que diz respeito ao *rating* corporativo, os resultados do Modelo 2 confirmam o que foi esperado, apontando uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com a performance ESG, indicando que empresas que possuem melhor classificação de risco pelas agências de *rating* tendem a apresentar melhores escores ESG. Esse efeito pode estar relacionado ao fato de que, nos últimos anos, as principais agências de *rating* passaram a incorporar os critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas metodologias de avaliação de risco (Bhattacharya & Sharma, 2019; Chen, Wang & Chen, 2025).

Assim, empresas bem avaliadas do ponto de vista do risco financeiro também tendem a ser aquelas que demonstram melhores práticas de sustentabilidade, conforme defendido por Jiraporn et al. (2014). Os achados corroboram os resultados de Cai, Zhu e Zhu (2025) que identificou que empresas com melhores classificações de *rating* corporativo apresentam desempenho ESG superior na China, sugerindo que há um alinhamento crescente entre avaliação de risco e critérios ESG no mercado global (Devalle, Fiandrino & Cantino, 2017; Kiesel & Lücke, 2019).

Tabela 24: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG – Amostra Geral

Variáveis	Modelo1	Modelo2	Modelo3
REM	0.0658* (2.3200)		
RATCORP		0.2161*** (0.0790)	
REM*RATCORP			-0.8821** (0.4415)
ROA	24.9932* (14.3462))	6.8424 (10.7415)	21.0285 (13.8838)
ALAV	6.9488 (6.1185)	10.9952** (4.3349)	7.5146 (5.9328)
QTOBIN	1.7244 (1.1204)	3.0520*** (1.0675)	1.9441* (1.1154)
LC	-3.5825*** (0.9997)	-2.5588*** (0.5967)	-3.4261*** (0.9722)
GROWTH	-4.3032 (2.8034)	-0.1868 (0.4522)	-3.4625 (2.6227)
TAM_F	8.0474*** (0.9216)	9.9584*** (0.7760)	8.7354*** (0.9034)
TAMC	1.4367*** (0.3183)	0.4475** (0.2177)	1.2237*** (0.3280)
DUALCEO	-2.6417 (2.3913)	-6.0059*** (1.7247)	-3.0619 (2.4122)
AUDIT	0.1869 (1.8759)	-2.1266 (1.4404)	0.1232 (1.9084)
Constante	2.6154*** (0.0470)	2.6233*** (0.0407)	2.6068*** (0.0488)
Observações	958	958	958
VIF Médio	1.22	1.11	1.22
VIF Máximo	1.92	1.91	1.92
R²	0.356	0.385	0.359
Wald	102.77***	171.58***	98.57***
Setor	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Líquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Por fim, os resultados do Modelo 3 confirmam o efeito moderador, ao revelar que a variável de interação entre gerenciamento de resultados e *rating* corporativo exerce um efeito negativo sobre a performance ESG. Ou seja, os dados indicam que, empresas que praticam manipulação de resultados financeiros e, ao mesmo tempo, são avaliadas pelas principais agências de *rating*, tendem a apresentar uma redução no escore ESG. Essa evidencia representa a contribuição inovadora deste estudo, pois, até o momento, não foram encontrados trabalhos que investiguem o efeito moderador do *rating* corporativo na relação entre gerenciamento de resultados e performance ESG.

Do ponto de vista teórico, esse achado reforça o papel fundamental das agências de *rating* na promoção da transparência e tempestividade das informações divulgadas pelas empresas (Cai, Zhu & Zhu, 2025; Galema & Gerritsen, 2025). Baseando-se no trabalho de Yadav e Kumar (2025), é evidente que ao desempenhar um papel de supervisão e monitoramento, as agências de *rating* podem ajudar a reduzir a influência do gerenciamento real de resultados na performance ESG, tornando mais difícil para as empresas manipularem seus números financeiros para melhorar artificialmente sua imagem no mercado. Esse efeito é particularmente relevante para investidores institucionais e individuais, que dependem das avaliações de risco das agências para embasar suas decisões de investimento (Chen & Xie, 2022; Gooda, Guotai & Hassanein, 2025; Safiullah et al., 2025). Dessa forma, espera-se que práticas de gerenciamento de resultados possam ser detectadas e penalizadas no processo de avaliação dessas agências, limitando seu impacto sobre a percepção de sustentabilidade das empresas.

Em relação às variáveis de controle, por um lado, os coeficientes do Retorno sobre Ativos (ROA), Q de Tobin, tamanho da firma e tamanho do conselho de administração apresentam um impacto positivo e estatisticamente significativo sobre a performance ESG. Esse achado sugere que empresas mais lucrativas, maiores e com maior estrutura de governança tendem a apresentar melhores escores ESG. Esses resultados estão alinhados com estudos anteriores, como os de Dicuonzo et al. (2022), Qureshi at al. (2020) e Xie e Xiao (2022) que apontam uma relação positiva entre desempenho financeiro e práticas ESG. Empresas mais lucrativas geralmente possuem maiores recursos para investir em iniciativas ambientais e sociais, além de estarem mais expostas à pressão de *stakeholders* para adotar práticas sustentáveis.

O tamanho do conselho de administração também impacta positivamente a performance ESG, o que corrobora o estudo de Rooh, Zahid, Malik, & Tahir (2021) que sugerem que conselhos maiores podem proporcionar uma governança mais robusta e uma supervisão mais eficaz das práticas ESG. Conselhos maiores geralmente incluem diretores mais experientes e diversos, o que pode levar a um maior comprometimento com questões sociais e ambientais. Por outro lado, os coeficientes da liquidez corrente e da dualidade das funções de CEO e presidente do conselho de administração indicam um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre a performance ESG. A relação negativa da liquidez corrente sugere que empresas com maior liquidez podem não estar priorizando investimentos ESG, possivelmente por preferirem manter recursos em caixa ou direcioná-los para outras áreas estratégicas. Esse resultado é coerente com os resultados de Abdullah et al. (2024) que apontam que empresas mais líquidas nem sempre traduzem essa flexibilidade financeira em maior compromisso ESG.

A dualidade das funções de CEO e presidente do conselho reduz significativamente o escore ESG, o que reforça a importância da separação entre liderança executiva e supervisão corporativa. Estudos como os de Arici, Aladag e Koseoglu (2024) mostram que a concentração de poder no CEO pode reduzir a transparência e enfraquecer a governança corporativa, dificultando a implementação de políticas ESG eficazes. A separação dessas funções tende a aumentar a *accountability* e permitir maior monitoramento das práticas ESG pela diretoria, garantindo que essas iniciativas sejam de fato implementadas e não apenas uma estratégia de marketing.

No geral, os resultados destacam que nos casos em que as práticas de gerenciamento de resultados no sentido de inflar artificialmente a performance ESG, o papel das agências de *rating* parece ser crucial para mitigar esse efeito e garantir maior confiabilidade das informações divulgadas ao mercado. Isso tem implicações importantes para reguladores, investidores e formuladores de políticas, sugerindo que uma maior integração dos critérios ESG nas avaliações de risco financeiro pode contribuir para um ambiente corporativo mais transparente e sustentável, como é também defendido por Cai, Zhu e Zhu (2025) e Galema e Gerritsen (2025).

Reforça-se a ideia de que características financeiras e de governança desempenham um papel fundamental na determinação da performance ESG. Empresas mais rentáveis, maiores e com uma estrutura de governança mais robusta tendem a demonstrar um compromisso maior com a sustentabilidade, enquanto estruturas de poder mais centralizadas podem representar um

obstáculo para a adoção de práticas ESG efetivas (Arici, Aladag & Koseoglu (2024). Esses resultados têm implicações importantes para reguladores, investidores e gestores, destacando a necessidade de políticas que incentivem maior transparência e supervisão na governança corporativa para fortalecer o impacto das iniciativas ESG no longo prazo.

A Tabela 25 apresenta os resultados da relação entre gerenciamento real de resultados (REM), *rating* corporativo e performance ambiental. Como observado nos Modelos 1, 2 e 3, os achados seguem o mesmo padrão identificado anteriormente para a performance ESG geral, reforçando a robustez das relações identificadas. Os resultados indicam que o gerenciamento real de resultados afeta de forma positiva e significativa o escore ambiental, com um nível de significância de 5%, sugerindo que as firmas podem estar alterando não apenas seus dados financeiros, mas também suas informações ambientais para atender às expectativas dos *stakeholders*.

Esse comportamento está alinhado com os achados de Gonçalves, Gaio e Ferro (2921) e Dicuonzo et al. (2022), que apontam que empresas que buscam sinalizar um forte compromisso com a sustentabilidade podem, na verdade, utilizar estratégias de manipulação contábil para melhorar artificialmente sua reputação ambiental. Da mesma forma, Velte (2021) e Xi e Xiao (2022) sugerem que algumas empresas adotam práticas de *greenwashing* ao divulgar altos padrões ambientais enquanto, internamente, continuam a adotar estratégias de gerenciamento de resultados.

O *rating* corporativo também influencia a performance ambiental de forma positiva e significativa ao nível de 10%, indicando que empresas com melhores classificações de risco de crédito tendem a ter escores ambientais mais elevados. Esse achado é consistente com os estudos de Chen, Wang e Chen (2025), que demonstraram que empresas com maior transparência e menor risco financeiro são mais propensas a investir em práticas ambientais sustentáveis.

Além disso, nos últimos anos, as principais agências de *rating* começaram a incorporar critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas metodologias de avaliação de risco (Jiraporn et al., 2014; Shad et al., 2019; Weber, Scholz & Michalik, 2010), o que pode explicar essa relação positiva. Empresas bem classificadas podem estar respondendo às pressões regulatórias e de mercado, adotando práticas ambientais mais rigorosas para garantir uma melhor percepção de seus *stakeholders* e investidores institucionais.

Tabela 25: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – Amostra Geral

Variáveis	Modelo1	Modelo2	Modelo3
REM	7.5784** (3.0098)		
RATCORP		0.1900* (0.1229)	
REM*RATCORP			-0.0620* (0.0612)
ROA	49.4522*** (18.5186)	37.7200** (14.6766)	47.3458*** (17.3348)
ALAV	7.7449 (7.2989)	12.2141** (5.2762)	11.5369* (6.9614)
QTOBIN	3.7139*** (1.3511)	4.3824*** (1.1781)	3.9390*** (1.3220)
LC	-3.7033*** (1.3651)	-2.7471*** (0.7908)	-3.8634*** (1.3894)
GROWTH	-5.9317* (3.4949)	-0.6824 (0.5823)	-5.2482 (3.3696)
TAM_F	10.9995*** (1.2246)	14.9059*** (0.9846)	12.6020*** (1.1407)
TAMC	1.8042*** (0.3806)	0.6279** (0.2791)	1.4251*** (0.3772)
DUALCEO	-5.9830** (2.6682)	-8.8582*** (2.0498)	-6.6661** (2.7592)
AUDIT	-0.6150 (2.2723)	-3.2079* (1.7971)	-1.7156 (2.2970)
Constante	2.7990*** (0.0418)	2.8406*** (0.0335)	2.8001*** (0.0415)
Observações	958	958	958
VIF Médio	1.22	1.11	1.22
VIF Máximo	1.92	1.91	1.92
R²	0.361	0.356	0.353
Wald	102.77***	171.58***	98.57***
Setor	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Líquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

A variável de interação entre REM e *rating* corporativo exerce um impacto negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10%, confirmando o efeito moderador do *rating* corporativo na relação entre gerenciamento de resultados e performance ambiental. Esse achado revela que empresas com altos níveis de gerenciamento de resultados podem ver sua performance ambiental reduzida quando possuem um alto *rating* corporativo, sugerindo que agências de *rating* desempenham um papel fiscalizador importante ao reduzir a influência da manipulação contábil sobre as métricas ambientais. Esse efeito é corroborado pelos percepção de Jeffrey, Rosemberg e McCabe (2018) e Velte (2019), de que uma governança corporativa mais rígida e classificações de risco mais precisas ajudam a mitigar a adoção de práticas enganosas relacionadas à sustentabilidade.

Embora os resultados reforcem a importância do *rating* corporativo como um fator regulador na relação entre REM e performance ambiental, algumas questões críticas emergem. Primeiramente, a positividade da relação entre REM e performance ambiental sugere que algumas empresas podem estar utilizando relatórios ambientais como ferramenta estratégica para mascarar práticas financeiras questionáveis, aspectos reportados por Gooda, Guotai e Hassanein (2025). Isso levanta preocupações sobre a transparência e credibilidade das informações divulgadas e reforça a necessidade de auditorias independentes e maior rigor regulatório na validação de métricas ambientais.

Além disso, a significância estatística relativamente baixa da influência do *rating* corporativo na performance ambiental (nível de 10%) sugere que esse mecanismo pode ainda não ser suficientemente forte para conter totalmente a manipulação de resultados. Isso pode indicar que é possível que algumas empresas aproveitam de brechas existentes na regulamentação ESG e nos critérios de avaliação de risco. Amel-Zadeh e Serafeim (2018) apontam que, apesar do avanço dos fatores ESG nas decisões de investidores, a falta de padronização na avaliação de métricas ambientais pode levar a inconsistências na forma como as empresas são classificadas e monitoradas. Portanto, esses resultados reforçam a necessidade de um avanço regulatório na integração entre *ratings* corporativos e métricas ESG, além da criação de mecanismos mais rigorosos para garantir que as informações ambientais divulgadas pelas firmas sejam precisas, auditáveis e representem fielmente seus compromissos com a sustentabilidade.

Os resultados indicam que o retorno sobre o ativo, a alavancagem, o Q de Tobin, o tamanho da firma e o tamanho do conselho de administração apresentam uma relação positiva com a performance ambiental, sugerindo que empresas mais lucrativas, maiores e com estrutura

de governança mais robusta tendem a apresentar melhores indicadores ambientais. O impacto positivo do ROA pode estar relacionado ao fato de que empresas financeiramente saudáveis possuem maior capacidade de investir em iniciativas sustentáveis e práticas ambientais mais rigorosas, como redução de emissões, eficiência energética e gestão de resíduos. Esse resultado é alinhado com Abdullah et al. (2024) e Arici, Aladag e Koseoglu (2024), que encontraram que a lucratividade permite que as empresas realoquem recursos para compromissos ambientais sem comprometer sua competitividade.

A alavancagem também demonstrou um efeito positivo sobre a performance ambiental, sugerindo que empresas mais endividadas podem ser pressionadas por credores e investidores institucionais a adotar práticas sustentáveis para reduzir riscos financeiros de longo prazo. Esse resultado está alinhado com Jesuka, Cunha, Borsatto e Araújo (2025) que no contexto dos países membros do grupo BRICS, incluindo o Brasil, apontam que as empresas com maior exposição ao mercado de capitais tendem a melhorar sua transparência e práticas ESG para atrair investidores e reduzir seu custo de capital. O Q de Tobin, tamanho da firma e tamanho do conselho de administração também se correlacionam positivamente com a performance ambiental, o que pode indicar que empresas maiores e mais valorizadas no mercado têm maior visibilidade pública e, consequentemente, estão mais sujeitas à pressão de *stakeholders* para melhorar sua gestão ambiental. Além disso, conselhos de administração maiores podem trazer diversidade de expertise e maior supervisão das políticas ambientais da empresa, conforme demonstrado por Abdullah et al. (2024) e Rooh et al. (2021).

Por outro lado, algumas variáveis apresentaram uma relação negativa com a performance ambiental. A liquidez corrente teve um efeito negativo, sugerindo que empresas com maior liquidez podem estar priorizando outras estratégias financeiras em detrimento de investimentos ambientais, indicando que a gestão de curto prazo de recursos pode comprometer investimentos sustentáveis, uma vez que esses frequentemente exigem retornos de longo prazo. A oportunidade de crescimento também apresentou um impacto negativo, o que pode indicar que empresas em fase de crescimento podem estar mais focadas na expansão de suas operações e no aumento de receitas, deixando as preocupações ambientais em segundo plano. Como foi destacado por Chandrakant e Rajesh (2023), é provável que empresas com maior pressão para expandir seus negócios podem postergar investimentos ambientais devido a restrições orçamentárias e a uma priorização de retornos financeiros mais imediatos.

Por fim, o fato de a empresa ser auditada por uma das Big 4 (Deloitte, PwC, EY ou KPMG) mostrou uma relação negativa com o escore ambiental. Esse resultado pode indicar

que, embora essas auditorias garantam maior conformidade regulatória, elas não necessariamente incentivam práticas ambientais mais rigorosas, possivelmente porque seu foco principal continua sendo a transparência financeira e a governança corporativa. Essa relação negativa foi identificada por Diab e Eissa (2023) e Handayati et al. (2025) que sugerem que, enquanto auditorias externas reduzem fraudes contábeis, elas não exercem influência direta na adoção de práticas sustentáveis.

Os achados reforçam que embora fatores como lucratividade, alavancagem e governança corporativa favoreçam um maior comprometimento ambiental, barreiras operacionais e estratégicas, como dualidade CEO e presidente do conselho de administração, foco no crescimento e gestão de liquidez, podem limitar investimentos sustentáveis. Além disso, a relação negativa com auditoria externa levanta questionamentos sobre a eficácia da regulamentação contábil na promoção da sustentabilidade empresarial. Ressalta-se a necessidade de desenvolver mecanismos regulatórios mais integrados, nos quais auditorias externas possam incorporar métricas ESG mais detalhadas, uma vez que maior transparência sobre as estratégias ambientais das empresas seja uma exigência dos investidores. Além disso, empresas em fase de crescimento precisam equilibrar sua expansão com compromissos sustentáveis para evitar que a busca por rentabilidade de curto prazo comprometa seu impacto ambiental de longo prazo.

A Tabela 26 apresenta os resultados das regressões que examinam os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance social das empresas. Observa-se que o REM apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com o escore social, indicando que, em média, empresas que recorrem a práticas de gerenciamento operacional de resultados tendem a apresentar melhor desempenho social. Esse achado pode parecer contraintuitivo à luz da literatura tradicional, que associa o REM à redução da qualidade informacional e ao oportunismo gerencial (Abdelbaky et al., 2025; Roychowdhury, 2006). No entanto, ele pode refletir uma estratégia reputacional, em que empresas que manipulam resultados, buscam reforçar sua imagem por meio de investimentos em responsabilidade social corporativa. Em outras palavras, as ações sociais podem ser utilizadas como uma ferramenta compensatória, com o objetivo de suavizar possíveis reações negativas de *stakeholders* diante de condutas menos transparentes.

O *rating* corporativo apresentou um impacto positivo e estatisticamente significativo sobre o escore social, sugerindo que empresas com melhores classificações de risco tendem a apresentar melhor desempenho nas dimensões sociais da ESG. Esse resultado está em linha

com estudos como os de Cai, Zhu e Zhu (2025) e Yadav e Kumar (2025) que apontam que as agências de *rating* capturam, ainda que indiretamente, atributos relacionados à sustentabilidade e responsabilidade social corporativa, os quais refletem menor risco institucional e maior solidez organizacional. Além disso, reforçaram que agências de *rating* percebem essas ações como sinais de maior transparência e menor risco de inadimplência, elevando a credibilidade das empresas perante os *stakeholders*.

No Modelo 3, a variável de interação entre o REM e o *rating* corporativo apresentou um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre a performance social, confirmando a hipótese de moderação em que se esperava que influência positiva do *rating* corporativa sobre o desempenho social é enfraquecida quando há evidência de gerenciamento de resultados, aspectos defendidos por Gooda, Guotai e Hassanein (2025). Em outras palavras, mesmo empresas com bons *ratings* podem ter seu desempenho social comprometido quando adotam práticas de manipulação contábil, sugerindo que o mercado ou *stakeholders* percebem essa incongruência.

Esses resultados levantam questionamentos importantes sobre a autenticidade das práticas sociais nas empresas brasileiras. O fato de o gerenciamento de resultados estar associado a uma melhor performance social pode indicar que algumas empresas usam a agenda ESG como um instrumento estratégico para contrabalançar comportamentos oportunistas na gestão de resultados. A moderação negativa do *rating* corporativo sobre essa relação reforça o papel ambíguo das agências de avaliação de risco. Embora o *rating*, isoladamente, esteja associado a melhores práticas sociais, sua interação com o REM revela que os agentes de mercado são capazes de identificar incongruências entre discurso e prática, penalizando estratégias percebidas como oportunistas. Adicionalmente, esse padrão pode estar relacionado ao perfil institucional brasileiro, no qual a pressão regulatória sobre os pilares social e ambiental ainda é relativamente fraca em comparação com países de mercados mais desenvolvidos (Freire & Albuquerque Filho, 2012; Souza, Flash, Alonso & Brioneti, 2020).

Em relação às variáveis de controle, os resultados mostram que ROA, Q de Tobin, oportunidade de crescimento e auditoria por uma das Big 4 não apresentaram uma relação estatisticamente significativa com a performance social. Esse achado sugere que a lucratividade e o valor de mercado da firma não são determinantes diretos da adoção de políticas sociais robustas, possivelmente porque iniciativas sociais não geram retornos financeiros imediatos e podem depender mais da pressão externa dos stakeholders do que da situação financeira da empresa. Esse resultado está alinhado com Gooda, Guotai e Hassanein (2025) que destacam

que o envolvimento social das empresas é mais fortemente influenciado por fatores institucionais e regulatórios do que pela performance financeira de curto prazo.

Tabela 26: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – Amostra Geral

Variáveis	Modelo1	Modelo2	Modelo3
REM	9.3886*** (2.8714)		
RATCORP		0.1449* (0.0957)	
REM*RATCORP			-0.2086* (0.1668)
ROA	24.9741 (16.9909)	17.1625 (13.6906)	22.9425 (16.9824)
ALAV	1.7077 (7.3012)	11.6904** (5.4255)	1.9260 (7.2219)
QTOBIN	0.4915 (1.1819)	1.9167 (1.1909)	-0.0435 (1.1601)
LC	-0.7475 (1.2742)	-1.6462** (0.7850)	-0.9535 (1.2947)
GROWTH	-4.2896 (3.3164)	0.0447 (0.5856)	-4.1565 (2.9096)
TAM_F	8.1103*** (1.0398)	9.0627*** (0.9016)	8.1060*** (1.0565)
TAMC	1.4370*** (0.3455)	0.5583** (0.2460)	1.1746*** (0.3797)
DUALCEO	-1.5195 (2.6504)	-7.0032*** (2.0315)	-2.5534 (2.8137)
AUDIT	0.1488 (2.0695)	-1.3647 (1.6402)	-0.1120 (2.1401)
Constante	2.7330*** (0.0439)	2.7925*** (0.0362)	2.7456*** (0.0444)
Observações	949	949	949
VIF Médio	1.22	1.11	1.22
VIF Máximo	1.92	1.91	1.92
R²	0.255	0.206	0.267
Wald	163.81***	246.78***	151.73***
Setor	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Por outro lado, a alavancagem, o tamanho da firma e o tamanho do conselho de administração apresentaram uma relação positiva e significativa com a performance social. A relação positiva entre alavancagem e desempenho social sugere que empresas mais endividadas podem adotar práticas sociais mais robustas para atrair credores e reduzir riscos associados a crises reputacionais. Esse achado é coerente com Jesuka et al. (2025) e Rooh et al. (2021), que argumentam que as empresas tendem a melhorar suas práticas ESG para reduzir o custo do capital e fortalecer sua imagem junto aos investidores e *stakeholders*.

O impacto positivo do tamanho da firma pode indicar que empresas maiores possuem mais recursos e maior visibilidade pública, tornando-se alvo de expectativas mais elevadas quanto ao seu compromisso social. As evidências podem indicar também que empresas de grande porte são mais propensas a adotar práticas sustentáveis, pois enfrentam maior escrutínio regulatório e pressão da sociedade civil. A relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a performance social sugere que conselhos mais amplos podem incorporar uma maior diversidade de opiniões e especializações, favorecendo a implementação de políticas sociais mais eficazes. De acordo com Chandrakant e Rajesh (2023), empresas com conselhos maiores e mais diversos tendem a apresentar um melhor desempenho social devido a uma governança corporativa mais inclusiva e preocupada com impactos sociais de longo prazo.

Por outro lado, a liquidez corrente teve um efeito negativo e estatisticamente significativo no Modelo 2, quando a variável independente foi o *rating* corporativo. Esse resultado pode indicar que empresas com maior liquidez podem estar menos propensas a investir em práticas sociais, pois possuem menos pressão para melhorar sua reputação para atrair investidores e credores. Esse achado se alinha com Diab e Eissa (2023) que sugerem que empresas com folga financeira podem priorizar estratégias de crescimento e rentabilidade em detrimento de compromissos sociais.

Os resultados reforçam a ideia de que a performance social das empresas é influenciada por uma combinação de fatores financeiros, estratégicos e institucionais. Enquanto características como tamanho da firma, governança e nível de endividamento favorecem um melhor desempenho social, a liquidez pode atuar como uma barreira para investimentos em

práticas sociais, uma vez que empresas mais líquidas podem priorizar retorno financeiro imediato em vez de ações de longo prazo voltadas para stakeholders.

A ausência de significância estatística para ROA, Q de Tobin e Big 4 levanta questionamentos sobre o papel da performance financeira e da auditoria externa na promoção da responsabilidade social corporativa. Embora auditorias externas possam garantir maior transparência contábil, seus efeitos sobre práticas sociais ainda são incertos, sugerindo que políticas ESG mais efetivas podem depender de pressões regulatórias e institucionais em vez de apenas incentivos financeiros internos.

Dado esse cenário, é essencial que investidores e reguladores adotem abordagens mais rigorosas na avaliação do impacto social das empresas, incentivando que políticas sociais não sejam apenas instrumentos de marketing corporativo, mas parte integrante da estratégia empresarial. Além disso, as empresas devem reconhecer que, a longo prazo, o investimento em práticas sociais pode fortalecer sua reputação, atrair talentos e reduzir riscos operacionais, tornando-se um diferencial competitivo sustentável.

Por fim, a Tabela 27 revela um comportamento distinto da performance de governança em comparação com as dimensões ambiental e social. Em particular, o gerenciamento real de resultados apresentou uma associação negativa com o desempenho de governança, sugerindo que empresas que manipulam seus resultados financeiros tendem a comprometer a transparência e a integridade dos seus processos de governança. Esse achado é consistente com estudos como Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Rooh et al. (2021), que argumentam que a qualidade da governança corporativa está inversamente relacionada às práticas de gerenciamento de resultados, uma vez que estruturas mais fracas permitem maior manipulação contábil e menor proteção aos interesses dos acionistas minoritários.

Por outro lado, o *rating* corporativo manteve uma relação positiva e estatisticamente significativa com a governança, reforçando a ideia de que empresas bem avaliadas pelas agências de classificação de risco tendem a adotar melhores práticas de governança para garantir maior credibilidade no mercado.

Esse resultado corrobora os estudos de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) e Lee, Lee e Oh (2024), que demonstraram que empresas com maior qualidade na governança têm menor risco de crédito, pois apresentam maior transparência e menor probabilidade de manipulação financeira. No entanto, um aspecto crucial deste estudo é que a interação entre *rating* corporativo e gerenciamento de resultados, permanece com o efeito moderador negativo e significativo sobre o escore de governança.

Tabela 27: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – Amostra Geral

Variáveis	Modelo1	Modelo2	Modelo3
REM	-9.0130** (3.6912)		
RATCORP		0.3488** (0.1502)	
REM*RATCORP			-4.3093*** (0.7452)
ROA	2.1378 (15.3847)	-34.4270** (13.8967)	-4.6065 (14.9613)
ALAV	15.4133* (7.8658)	12.3677** (6.1074)	14.4608* (7.7180)
QTOBIN	0.6493 (1.5273)	1.7284 (1.3996)	1.2220 (1.4842)
LC	-5.9245*** (1.3962)	-2.7066*** (0.7579)	-5.4180*** (1.3363)
GROWTH	-1.0596 (4.3068)	-0.0594 (0.4672)	0.3205 (3.5082)
TAM_F	5.6745*** (1.3561)	5.4501*** (1.1572)	5.7581*** (1.3099)
TAMC	0.5962 (0.4762)	-0.2501 (0.3621)	0.6278 (0.5369)
DUALCEO	-0.2832 (3.2320)	-2.6174 (2.3305)	0.0810 (3.2282)
AUDIT	1.6517 (2.8211)	-1.4661 (2.1605)	3.7725 (2.6561)
Constante	2.9695*** (0.0394)	2.9633*** (0.0316)	2.9326*** 0.0417)
Observações	951	951	951
VIF Médio	1.22	1.11	1.22
VIF Máximo	1.92	1.91	1.92
R²	0.315	0.343	0.310
Wald	102.77***	171.58***	98.57***
Setor	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Líquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Neste contexto, infere-se que embora empresas com melhor classificação de *risco* tendam a ter boas práticas de governança, esse efeito pode ser reduzido quando há indícios de manipulação contábil. Essa evidência reforça o papel fiscalizador das agências de *rating*, sugerindo que avaliações de risco mais rigorosas podem expor práticas oportunistas das empresas e torna ainda mais evidente os impactos negativos do gerenciamento de resultados sobre a performance governança. Esse achado está alinhado com Jiang, Habib e Wang (2018), que destacam que empresas sob maior monitoramento por parte de investidores e agências de *rating* são mais pressionadas a adotar mecanismos de governança robustos para evitar impactos negativos em sua reputação e custo de capital.

Os resultados evidenciam a importância da governança corporativa como um fator essencial para a qualidade das informações financeiras e a credibilidade das empresas. O efeito negativo do gerenciamento de resultados sobre a performance de governança reforça a preocupação de que a manipulação contábil compromete a transparência e a confiança dos investidores, prejudicando a tomada de decisão dos *stakeholders*. Além disso, a influência negativa da interação entre *rating* corporativo e REM sugere que, mesmo empresas bem avaliadas podem recorrer a práticas questionáveis, o que demanda um monitoramento contínuo das agências de *rating* e dos órgãos reguladores.

Outro ponto relevante é que as implicações da governança fraca vão além do desempenho financeiro, afetando a percepção do mercado e o acesso das empresas a capital. Diab e Eissa (2023) e Handayati et al. (2025) argumentam que empresas com boas práticas de governança atraem mais investidores institucionais e tendem a ter menor volatilidade nos preços das ações. Portanto, as evidências encontradas neste estudo reforçam a necessidade de políticas mais rigorosas de fiscalização contábil, auditorias independentes e incentivos regulatórios para fortalecer a governança corporativa nas empresas.

Do ponto de vista prático, esses resultados também sugerem que investidores devem olhar além dos *ratings* corporativos e considerar a governança real das empresas antes de tomar decisões de investimento. Além disso, reguladores devem aprimorar mecanismos de controle e punição para evitar que a manipulação contábil corroa a estrutura de governança corporativa, protegendo assim a integridade do mercado.

Os resultados das variáveis de controle revelam que alavancagem financeira e tamanho da firma possuem uma relação estatisticamente significativa e positiva com a performance de governança, indicando que empresas maiores e mais endividadas tendem a adotar melhores práticas de governança. Esse achado está alinhado com Rooh et al. (2021) destacando que

firms altamente alavancadas enfrentam maior pressão dos credores para aprimorar a governança e reduzir riscos financeiros, garantindo maior transparência e controle gerencial. Além disso, empresas de grande porte geralmente possuem estruturas de governança mais robustas, conselho de administração independente e maior controle por parte de investidores institucionais, conforme evidenciado por Abdullah, Hashmi e Shah (2024) e Rooh et al. (2021).

No entanto, é importante considerar que o impacto positivo da alavancagem pode variar dependendo da estrutura de capital e do nível de supervisão dos credores, pois, em alguns casos, endividamento excessivo pode incentivar práticas de curto prazo e oportunismo gerencial, prejudicando a governança. Assim, embora os resultados reforcem a relação positiva entre tamanho, alavancagem e governança, é essencial que o crescimento das empresas seja acompanhado por mecanismos de controle internos eficientes para evitar riscos associados à manipulação contábil e conflitos de agência.

3.4.4 Implicações da Regionalidade

Alinhado com um dos objetivos desta pesquisa, nesta seção apresenta-se os resultados das regressões comparando a relação entre o gerenciamento real de resultados, *rating* corporativo e a performance ESG nas empresas que atuam na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul, e do restante do Brasil. Neste contexto, explora-se as implicações do nível regional buscando por padrões que influenciam as práticas sustentáveis corporativas, conforme já destacado na revisão da literatura deste capítulo.

Na Tabela 28, a análise comparativa entre as empresas revela diferenças significativas nos efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance ESG. Os resultados mostram que o REM impacta negativamente a performance ESG das empresas da mesorregião, com significância estatística de 5%, enquanto para as empresas fora dessa região, o efeito é positivo e significativo a 10%. Esse achado pode estar relacionado aos mecanismos regulatórios e de fiscalização dos estados que compõem esta mesorregião, bem como ao perfil das empresas que atuam nessas localidades que possui forte concentração agropecuária. Ioannou e Serafeim (2012) e Shkura (2019) sugerem que contextos institucionais e ambientais podem influenciar a adoção de práticas ESG. Jesuka e Peixoto (2023) reportaram diferenças estatisticamente significativa na estratégia de governança, ao comparar empresas localizadas na região de interesse e no restante do Brasil. Os resultados aqui encontrados, corroboram com esses estudos, e pode explicar a maior sensibilidade negativa ao REM nas empresas da mesorregião analisada.

Quanto ao *rating* corporativo, os resultados indicam que ele mantém um efeito positivo em ambas as subamostras, mas com diferenças substanciais na magnitude do impacto. Para as empresas presentes na mesorregião, o efeito é 0,0728, enquanto para aquelas fora da região, o coeficiente é substancialmente maior (0,395). Esse resultado sugere que, embora o *rating* seja um fator positivo para o desempenho ESG em ambas as amostras, sua influência é mais expressiva nas empresas que não possuem operações na mesorregião. Considerando que a maior parte das empresas presentes nessa região tendem a exportar seus produtos para o mercado externo, os resultados podem estar sugerindo que essa atenção dos *stakeholders* motivada por um maior monitoramento pode levar a atribuição de maior importância as práticas ESG. Tal argumento pode ser sustentado por Jesuka e Peixoto (2023) que encontraram maior importância do *rating* soberano para as firmas que atuam na mesorregião, e corrobora com García, Mendes-Da-Silva e Orsato (2019) que enfatizam o papel do contexto econômico na forma como empresas estruturam suas políticas de sustentabilidade.

A variável da interação entre REM e *rating* corporativo revela um efeito moderador positivo na performance ESG das empresas que operam na mesorregião, enquanto para aquelas fora da região o efeito é negativo. Esse resultado pode indicar que, nas empresas presentes na mesorregião, o monitoramento das agências de *rating* pode mitigar os impactos negativos da manipulação de resultados financeiros, reforçando práticas de governança e sustentabilidade. No entanto, para as empresas que não operam na mesorregião, o efeito negativo sugere que o gerenciamento de resultados pode estar mascarando práticas ESG, e o *rating* corporativo, em vez de corrigir essa distorção, pode não estar detectando esses efeitos com a mesma eficiência. Essa constatação levanta um ponto crítico sobre a capacidade das agências de *rating* de identificar e penalizar práticas contábeis oportunistas em diferentes contextos regionais, algo já discutido por Chatterji, Levine e Toffel (2009) ressaltando que os sistemas de avaliação ESG podem não ser igualmente eficazes para todas as empresas e regiões.

Dessa forma, os resultados reforçam a importância de considerar diferenças regionais ao analisar a relação entre gerenciamento de resultados, *rating* corporativo e performance ESG, demonstrando que o ambiente institucional e o nível de monitoramento exercem papéis fundamentais na forma como essas variáveis interagem. A variação nos coeficientes entre as subamostras evidencia a necessidade de políticas regulatórias e mecanismos de fiscalização adaptados às especificidades regionais, garantindo que as métricas ESG sejam efetivas na captura de práticas empresariais sustentáveis e transparentes.

Tabela 28: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG – Implicação de Regionalidade

Variáveis	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-9.9882** (4.5327)	2.2616* (2.6968)		
RATCORP	0.0728* (0.3600)	0.3951*** (0.0958)		
REM*RATCORP			1.2474* (1.5991)	-0.3603* (0.5479)
ROA	-1.1854 (17.5255)	12.0015 (17.9790)	-0.8118 (17.5646)	-11.8303 (18.0436)
ALAV	8.3184 (9.2614)	-0.2587 (5.9340)	8.4428 (9.3016)	0.0680 (6.0217)
QTOBIN	15.6140*** (2.0053)	-0.2867 (1.0304)	15.4437*** (2.0529)	-0.2161 (1.0471)
LC	-6.5338*** (2.3154)	-0.8416 (1.2073)	-6.6423*** (2.3334)	-0.8315 (1.2015)
GROWTH	2.9979 (4.1698)	-2.4102 (2.9865)	3.1220 (4.1660)	-2.2390 (2.9769)
TAM_F	8.2126*** (1.4481)	9.7561*** (1.1535)	8.2766*** (1.4614)	9.8694*** (1.1880)
TAMC	2.8308*** (0.6615)	0.7517** (0.3608)	2.8145*** (0.6661)	0.7754** (0.3597)
DUALCEO	10.1516** (4.2228)	-6.8012*** (2.1766)	10.5318** (4.3277)	-6.7700*** (2.1738)
AUDIT	11.4953*** (2.8804)	-4.9811*** (1.8888)	11.6186*** (2.8844)	-4.7392** (1.9262)
Constante	2.2284*** (0.0770)	2.4521*** (0.0507)	2.2261*** (0.0778)	2.4511*** (0.0505)
Observações	267	684	267	684
VIF Médio	1.17	1.28	1.22	1.29
VIF Máximo	2.02	2.09	2.05	2.11
R²	0.690	0.310	0.682	0.312
Wald	708.84***	194.61***	847.91***	196.78***
Setor	Sim		Sim	Sim
Ano	Sim		Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Esses resultados enfatizam a necessidade de uma abordagem mais refinada para entender as dinâmicas ESG no Brasil, considerando diferenças regionais na regulação, incentivos e pressões institucionais. Além disso, a heterogeneidade observada nos impactos do REM e do *rating* corporativo sugere que as políticas de sustentabilidade e transparência das empresas podem ser influenciadas por múltiplos fatores, indo além dos mecanismos tradicionais de mercado. Essa constatação reforça a importância de estudos futuros que investiguem o papel de políticas públicas e normas regulatórias específicas para regiões distintas, proporcionando uma compreensão mais abrangente sobre os determinantes da performance ESG no Brasil.

A análise das variáveis de controle em relação à performance ESG revela diferenças significativas no contexto regional, particularmente para o Q de Tobin, a dualidade CEO e Presidente do Conselho de Administração e a reputação da auditoria. Os resultados indicam que, nas empresas que operam na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul, essas variáveis têm um impacto positivo e significativo sobre a performance ESG, enquanto para aquelas fora dessa região, o efeito é negativo.

O efeito positivo do Q de Tobin na performance ESG para as empresas da mesorregião, assim como Jesuka e Peixoto (2023), sugere que nessas regiões, empresas mais valorizadas pelo mercado também são aquelas que adotam práticas ESG mais robustas, possivelmente devido a uma maior pressão de investidores e *stakeholders* locais para práticas empresariais responsáveis. Outro aspecto que poderia explicar essa relação positiva, seria o fato de que essa região com forte concentração de empresas do setor agropecuário, exigiria maior responsabilidade ambiental e social das firmas que representam uma boa parte das exportações brasileiras para os mercados asiáticos e europeus. Chandrakant e Rajesh (2023) apontam que empresas com maior transparência e compromisso ESG tendem a ser mais valorizadas no longo prazo. No entanto, o efeito negativo do Q de Tobin para empresas fora da mesorregião pode indicar que, em outros contextos regionais, o valor de mercado das empresas pode não refletir adequadamente suas práticas ESG.

A dualidade entre CEO e Presidente do Conselho de Administração também apresenta resultados divergentes entre as regiões analisadas. O efeito positivo observado para empresas da mesorregião sugere que, nesses contextos, a concentração de poder executivo pode ser benéfica para a performance ESG, permitindo uma implementação mais coesa e estratégica das práticas sustentáveis. Abdullah et al. (2024) ressaltaram que em mercados com forte

regulamentação e fiscalização, a dualidade pode não ser prejudicial à governança, pois os CEOs possuem incentivos para alinhar a empresa a padrões ESG elevados. No entanto, a relação negativa observada para empresas fora da mesorregião sugere que a dualidade pode favorecer práticas menos transparentes e alinhadas a interesses individuais, corroborando as conclusões de Arici, Aladag e Koseoglu (2024) sobre os riscos de concentração de poder corporativo.

A reputação da auditoria, representada pela presença de auditorias de renome (Big 4), também apresenta um efeito positivo na performance ESG para as empresas que atuam na mesorregião, mas um impacto negativo para aquelas que não operam na região. Esse achado reforça que nessa mesorregião, a fiscalização e o monitoramento de auditorias renomadas podem contribuir para o fortalecimento das práticas ESG, alinhando-se aos estudos de Diab e Eissa (2023) que apontam que empresas auditadas por firmas de prestígio tendem a reportar informações ESG de forma mais confiável e detalhada. No entanto, para empresas fora da mesorregião, o efeito negativo pode sugerir que a presença de uma auditoria de renome não é suficiente para garantir melhores práticas ESG, possivelmente devido a lacunas institucionais e menor *enforcement* regulatório nas outras regiões do Brasil.

Por outro lado, as variáveis retorno sobre ativos, alavancagem e oportunidade de crescimento não apresentaram significância estatística em nenhuma das subamostras, sugerindo que, neste contexto, esses fatores não desempenham um papel determinante na performance ESG das empresas analisadas. Esse resultado difere do estudo de Shkura (2019) que encontraram uma relação positiva entre rentabilidade e práticas ESG, mas pode ser explicado pela variação nas pressões regulatórias e na estrutura de incentivos das empresas em diferentes regiões.

Os resultados alinham-se com Silveira et al. (2024) destacando a importância do contexto regional na forma como as variáveis de controle afetam a performance ESG. O fato de que determinadas variáveis apresentam efeitos opostos em diferentes regiões sugere que o ambiente institucional e a pressão de *stakeholders* podem ser fatores determinantes na adoção de práticas sustentáveis pelas empresas. Além disso, a falta de significância estatística para variáveis tradicionalmente associadas ao desempenho financeiro reforça a ideia de que a performance ESG pode depender mais de pressões externas e de estrutura de governança do que da simples capacidade financeira das empresas. Esses achados ressaltam a necessidade de políticas públicas e regulamentações adaptadas às especificidades regionais, garantindo que práticas ESG sejam incentivadas e implementadas de forma eficaz em diferentes contextos.

A análise dos pilares individuais da performance ESG revela diferenças importantes no impacto do REM e do *rating* corporativo sobre o escore ambiental ao comparar as duas subamostras. Os resultados da Tabela 29 indicam que, embora o efeito do REM sobre o escore ambiental seja negativo para empresas que operam na mesorregião, essa relação não é estatisticamente significativa. Esse achado poderia estar sugerindo que o impacto das práticas de manipulação financeira pode ser menos expressivo ou mascarado por outros fatores no setor de atuação dessas empresas, onde aspectos ambientais frequentemente são regulados por legislações mais rigorosas e monitoramento de certificações ambientais. Por outro lado, o efeito positivo observado sobre a performance ESG e o pilar ambiental, poderia estar sugerindo que o uso de estratégias de gerenciamento de resultados pode estar influenciando a forma como as empresas reportam suas informações ambientais, o que pode ser interpretado como um possível viés na divulgação de práticas sustentáveis, conforme apontado por Amel-Zadeh e Serafeim (2018) e Abdelbaky et al. (2025).

O *rating* corporativo mantém um efeito positivo sobre a performance ambiental em ambas as subamostras, reforçando o papel das agências de *rating* na promoção da integridade e transparência dos dados ambientais divulgados pelas empresas. Esse resultado é consistente com o estudo de Chen, Wang e Chen (2025) reforçando que melhores *ratings* corporativos estão associados a um maior compromisso com práticas ambientais robustas. No entanto, a magnitude e a efetividade desse efeito variam conforme o contexto regional, o que pode estar relacionado à diferença na fiscalização, no acesso a mercados internacionais e no grau de exposição das empresas às pressões ambientais globais.

A interação entre o *rating* corporativo e o REM apresenta um efeito negativo e não significativo para empresas da mesorregião e positivo para aquelas que não atuam nela. Esse resultado indica que a presença de um *rating* elevado não parece ser suficiente para mitigar os impactos negativos do gerenciamento de resultados sobre a performance ambiental, sugerindo que, mesmo sob monitoramento de investidores e reguladores, algumas empresas podem estar ajustando suas práticas de divulgação ambiental para atender exigências do mercado, sem necessariamente refletirem avanços concretos na gestão ambiental. Esse fenômeno pode estar ligado à natureza altamente regulada e politicamente sensível do setor de atuação, onde empresas podem estar mais propensas a alinhar sua comunicação ambiental às demandas dos *stakeholders*, mas nem sempre traduzindo esse discurso em mudanças efetivas na governança ambiental, conforme apontado por Gooda, Guotai e Hassanein (2025).

Tabela 29: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – Implicação de Regionalidade

Variáveis	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-2.2825 (5.5581)	10.1403*** (3.4516)		
RATCORP	1.4444*** (0.3973)	0.2782** (0.1409)		
REM*RATCORP			-0.5630* (1.2389)	0.8229* (0.7101)
ROA	-9.8864 (20.3268)	29.7314 (23.7933)	-10.0550 (20.3593)	30.1223 (23.2131)
ALAV	-25.6761** (10.8602)	8.9346 (7.6299)	-25.7323** (10.8270)	8.1884 (7.6205)
QTOBIN	15.2625*** (2.3071)	3.0750** (1.3244)	15.3394*** (2.3672)	2.9137** (1.3219)
LC	-4.6463* (2.3824)	0.1592 (1.6539)	-4.5974* (2.3934)	0.1362 (1.6635)
GROWTH	5.2220 (4.8509)	-0.2080 (3.5339)	5.1660 (4.8720)	-0.5990 (3.4671)
TAM_F	8.6021*** (1.7779)	15.1585*** (1.5311)	8.5732*** (1.7789)	14.8997*** (1.5346)
TAMC	2.4400*** (0.7801)	0.8109** (0.3898)	2.4474*** (0.7802)	0.7568* (0.3969)
DUALCEO	6.1803 (4.4222)	-10.9837*** (2.4144)	6.0087 (4.5998)	-11.0552*** (2.3997)
AUDIT	10.2847*** (3.5228)	-4.3442* (2.3398)	10.2291*** (3.5404)	-4.8967** (2.4719)
Constante	2.3380*** (0.0746)	2.6950*** (0.0496)	2.3377*** (0.0747)	2.6918*** (0.0497)
Observações	267	684	267	684
VIF Médio	1.17	1.28	1.22	1.29
VIF Máximo	2.02	2.09	2.05	2.11
R²	0.630	0.310	0.621	0.306
Wald	926.71***	319.75***	1394.63***	321.77***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earnings Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Os achados sugerem que o contexto regional desempenha um papel fundamental na relação entre práticas financeiras e performance ambiental. Considerando o estudo de Jesuka, Hernandes Junior e Carvalho (2025), infere-se que empresas situadas em regiões fortemente exportadoras estão sujeitas a um nível diferenciado de pressão institucional e mercadológica, o que pode tanto incentivar práticas ESG mais robustas quanto estimular formas de adaptação estratégica na divulgação dessas informações. Essa dinâmica reforça a necessidade de políticas públicas e mecanismos regulatórios mais eficazes para garantir que o compromisso ambiental vá além da conformidade regulatória e seja incorporado de forma genuína na estratégia empresarial.

No que tange às variáveis de controle, para aquelas que operam na mesorregião, a alavancagem financeira e a liquidez corrente reduzem o escore ambiental, o que pode indicar que empresas mais endividadas e com maior liquidez podem estar menos dispostas a realizar investimentos ambientais substanciais. Esse resultado pode estar relacionado à priorização de compromissos financeiros de curto prazo em detrimento de práticas sustentáveis, como destacado por Rooh et al. (2021). Em contrapartida, a reputação da auditoria melhora a performance ambiental, sugerindo que a presença de auditorias renomadas pode atuar como um mecanismo disciplinador, aumentando a qualidade da divulgação de informações ambientais e incentivando práticas mais transparentes, conforme argumentado por Handayati et al. (2025).

Por outro lado, para as empresas que não atuam na mesorregião, esses efeitos se invertem. A alavancagem e a liquidez corrente demonstram um impacto positivo na performance ambiental, indicando que empresas que operam em outros contextos podem utilizar maior liquidez e acesso ao crédito para implementar estratégias ambientais mais robustas. Esse resultado pode ser explicado pela menor dependência do setor agropecuário, onde os incentivos e regulamentações ambientais são distintos. Além disso, a dualidade de CEO reduz o escore ambiental nessas empresas, reforçando os achados de Arici, Aladag e Koseoglu (2024) sobre a capacidade de a concentração de poder no CEO enfraquecer o monitoramento das práticas ESG, levando a um menor compromisso com a agenda ambiental.

Por fim, algumas variáveis mantêm efeitos positivos sobre o desempenho ambiental em ambas as subamostras, sem diferenças significativas, como o Q de Tobin, o tamanho da firma e o tamanho do conselho de administração. É esperado que empresas maiores, com maior volume de ativos e conselhos mais amplos, tendem a ter maior capacidade de implementar políticas ambientais eficazes, seja devido à maior visibilidade pública, pressões institucionais

ou exigências de *stakeholders*. No entanto, a ausência de diferenças entre as regiões indica que, apesar das particularidades econômicas e setoriais, alguns fatores estruturais, como o porte da empresa e a governança corporativa, exercem um papel constante na determinação da performance ambiental, independentemente do contexto regional.

Os resultados da Tabela 30 destacam a relação entre REM, *rating* corporativo e a performance social das empresas considerando as diferenças regionais. Para as companhias que operam na mesorregião, o REM apresenta um efeito negativo sobre o escore social, o que sugere que empresas envolvidas em práticas de manipulação de resultados financeiros tendem a negligenciar iniciativas sociais e a qualidade das informações divulgadas sobre responsabilidade social corporativa. Esse achado é consistente com Dicuonzo et al. (2022) ressaltando que práticas oportunistas de gerenciamento de resultados frequentemente coexistem com a instrumentalização da responsabilidade social, em que empresas podem usar iniciativas sociais como estratégia de distração para ocultar comportamentos oportunistas.

No entanto, um aspecto relevante desses resultados é que, diferentemente dos achados anteriores, o efeito negativo do REM sobre a performance social também se estende para empresas que não atuam na mesorregião, embora sem significância estatística. Esse resultado pode indicar que, mesmo fora da região, a manipulação de resultados continua sendo uma barreira para o desenvolvimento de políticas sociais eficazes, mas com impactos menos expressivos. Isso pode estar relacionado ao fato de que empresas localizadas fora da mesorregião operam em setores mais diversificados, onde a pressão institucional e o monitoramento público podem ser mais intensos, atenuando os efeitos adversos do REM sobre a performance social (Abdelbaky et al., 2025; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Velte, 2021).

Outro ponto crítico é que, para empresas que atuam na mesorregião, o *rating* corporativo passou a exercer um efeito negativo sobre a performance social, enquanto mantém um efeito positivo para suas contrapartes. Esse achado difere dos padrões anteriormente observados, e contraria a expectativa de que agências de *rating* atuam como disciplinadoras e incentivadoras de boas práticas de responsabilidade social corporativas. Essa discrepância poderia estar sinalizando que os critérios de avaliação das agências de *rating* podem não capturar adequadamente as externalidades sociais, levando a avaliações distorcidas da performance social. Além disso, esse resultado pode sugerir que, em setores altamente regulados e com forte lobby econômico, a influência das agências de *rating* sobre práticas sociais pode ser limitada, conforme sugerido por García-Sánchez, Hussain e Martínez-Ferrero (2022).

Tabela 30: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – Implicação de Regionalidade

Variáveis	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-11.9783** (5.1613)	-0.5666 (2.8113)		
RATCORP	-0.2617 (0.4967)	0.2868** (0.1143)		
REM*RATCORP			1.3713* (2.7778)	0.8485* (0.5584)
ROA	7.6685 (20.2089)	14.3696 (23.6184)	8.0791 (20.2850)	14.7728 (23.4801)
ALAV	30.3279*** (10.3361)	-8.0467 (7.4983)	30.4647*** (10.3669)	-8.8161 (7.4211)
QTOBIN	13.2385*** (2.5188)	-2.3808** (1.0863)	13.0514*** (2.5726)	-2.5472** (1.1066)
LC	-1.5939 (2.8501)	1.3397 (1.5437)	-1.7132 (2.8660)	1.3160 (1.5419)
GROWTH	7.9483 (4.9915)	-3.7699 (3.3096)	8.0847 (4.9738)	-4.1730 (3.3003)
TAM_F	4.6286** (1.8311)	9.9864*** (1.3146)	4.6989** (1.8482)	9.7196*** (1.3693)
TAMC	4.5890*** (0.9086)	0.7292* (0.4042)	4.5711*** (0.9123)	0.6734 (0.4122)
DUALCEO	10.8603** (5.0061)	-5.4574** (2.6501)	11.2783** (5.0957)	-5.5311** (2.6564)
AUDIT	10.4632*** (3.7198)	-4.9806** (2.1802)	10.5987*** (3.7223)	-5.5503* (2.2477)
Constante	2.4807*** (0.0791)	2.6138*** (0.0518)	2.4791*** (0.0790)	2.6097*** (0.0521)
Observações	267	684	267	684
VIF Médio	1.27	1.31	1.44	1.46
VIF Máximo	2.09	2.15	2.21	2.23
R²	0.539	0.107	0.528	0.121
Wald	437.51***	155.29***	771.80***	170.93***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Por fim, a variável moderadora (interação entre *rating* corporativo e REM) apresentou um efeito positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10% sobre a performance social das empresas em ambas as subamostras. Isso indica que o impacto do gerenciamento de resultados sobre a dimensão social pode ser atenuado ou exacerbado pela forma como as empresas são avaliadas pelas agências de *rating*, o que reforça a ideia de que as práticas contábeis e a governança corporativa devem ser analisadas de forma integrada para compreender seus efeitos sobre a sustentabilidade empresarial.

Os resultados da Tabela 31 revelam que o gerenciamento real de resultados tem um impacto negativo estatisticamente significativo ao nível de 5% sobre a performance governança para ambas as subamostras. Esse achado corrobora a literatura que aponta o REM como um fator que enfraquece a transparência e a qualidade das práticas de governança (Abdelbaky et al. (2025)). O gerenciamento real dos resultados, que envolve práticas como superprodução, redução de despesas discricionárias e antecipação de receitas, pode ser visto como um reflexo de falhas na estrutura de governança, indicando que as empresas com maior propensão ao REM tendem a ter mecanismos de controle menos eficazes. Esse fenômeno é amplamente discutido por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), que adiantaram o fato de que empresas com atuação em ambientes institucionais mais frágeis ou com menor *enforcement* regulatório como no contexto brasileiro, apresentam maior tendência ao gerenciamento oportunista.

A relação entre o *rating* corporativo e a performance governança se mostrou divergente entre as subamostras, sendo negativa para empresas que atuam na mesorregião e positiva para aquelas que não têm atividades na região. Esse achado sugere que, na mesorregião, onde predominam atividades agropecuárias, as avaliações das agências de *rating* podem não estar adequadamente calibradas para refletir as particularidades do setor, resultando em uma desconexão entre a governança percebida e a real qualidade dos mecanismos internos de controle corporativo. Isso pode ocorrer porque empresas do setor agroindustrial podem priorizar aspectos operacionais e financeiros mais voltados para eficiência e exportação, enquanto deixam em segundo plano a adoção de boas práticas formais de governança, o que é consistente com os achados de García-Sánchez, Hussain e Martínez-Ferrero (2022) sobre a relação entre governança e avaliações externas.

Tabela 31: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – Implicação de Regionalidade

Variáveis	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-14.8529** (6.3881)	-8.2481** (3.6412)		
RATCORP	-1.5456*** (0.4990)	0.7347*** (0.1458)		
REM*RATCORP			3.6701* (2.0058)	-3.3303*** (0.7829)
ROA	-3.0970 (22.0028)	10.8192 (21.2339)	-1.9979 (22.1263)	9.2370 (20.1161)
ALAV	30.8661*** (11.6789)	4.8195 (8.4081)	31.2323*** (11.6712)	7.8395 (8.5149)
QTOBIN	17.1332*** (2.6534)	-2.8469* (1.5934)	16.6323*** (2.6785)	-2.1941 (1.5834)
LC	-12.8500*** (2.7221)	-5.5141*** (1.7357)	-13.1692*** (2.7893)	-5.4210*** (4.3419)
GROWTH	-3.2381 (6.5348)	-4.9548 (4.8476)	-2.8730 (6.4727)	-4.1730 (3.3003)
TAM_F	12.6700*** (2.1744)	2.9571* (1.6908)	12.8583*** (2.1750)	4.0042** (1.6939)
TAMC	1.2354 (0.8667)	0.2749 (0.5863)	1.1875 (0.8749)	0.4940 (0.5661)
DUALCEO	14.6692*** (4.9885)	-4.7823 (3.5501)	15.7880*** (4.9940)	-4.4930 (3.4706)
AUDIT	13.8438*** (4.5029)	-5.4616* (2.8924)	14.2064*** (4.4009)	-3.2256 (2.7997)
Constante	2.4386*** (0.0720)	2.8710*** (0.0517)	2.4258*** (0.0735)	2.8325*** (0.0499)
Observações	267	684	267	684
VIF Médio	1.27	1.31	1.44	1.46
VIF Máximo	2.09	2.15	2.21	2.23
R²	0.369	0.252	0.360	0.248
Wald	337.33***	117.77***	384.52***	174.14***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Por outro lado, a interação entre o *rating* corporativo e o REM apresentou um efeito positivo sobre a governança para empresas que atuam na mesorregião, mas um efeito negativo para aquelas que não têm operações na região. Esse resultado sugere que, nas empresas agropecuárias a presença de um *rating* corporativo elevado pode atenuar os efeitos negativos do REM sobre a governança, o que pode ser interpretado como uma sinalização de que essas empresas buscam manter um nível mínimo de credibilidade no mercado internacional, onde as exigências regulatórias e de transparência costumam ser mais rígidas. Esse efeito mitigador pode indicar que, embora haja práticas de gerenciamento de resultados, as empresas da mesorregião que possuem bons *ratings* corporativos estão sob maior escrutínio e, por isso, precisam equilibrar a manipulação contábil com práticas de governança mais robustas (Gooda, Guotai e Hassanein (2025).

Por fim, o efeito negativo da interação entre REM e *rating* corporativo para empresas que não atuam na mesorregião pode indicar que, em setores menos dependentes do agronegócio e da exportação, as práticas de governança são mais sensíveis à qualidade da informação contábil. Ou seja, enquanto nas empresas agropecuárias o *rating* corporativo pode funcionar como um fator moderador, reduzindo os impactos do REM sobre a governança, nas demais empresas, um alto nível de REM pode comprometer ainda mais a governança corporativa, independentemente da avaliação das agências de *rating*. Isso reforça a necessidade de uma análise mais contextualizada sobre como a governança corporativa é percebida e praticada em diferentes setores e regiões, alinhando-se com o estudo de Jesuka e Peixoto (2023), que destacam que a credibilidade das informações financeiras e a governança corporativa estão interligadas e variam de acordo com o ambiente institucional e econômico em que as empresas operam.

3.4.5 Teste de Robustez do Ensaio 2

Para tratar a potencial endogeneidade na relação entre Gerenciamento de Resultados (*Real Earnings Management*), *Rating Corporativo* e Performance ESG, este estudo utiliza o método de *Generalized Method of Moments* (GMM) em uma abordagem de Painel Dinâmico. Essa metodologia é particularmente adequada para dados de painel com estrutura temporal, permitindo o controle de efeitos fixos não observáveis, heterogeneidade individual, e problemas de endogeneidade que podem surgir devido à causalidade reversa ou variáveis omitidas (Khatib,

2024; Wintoki et al., 2012). Além disso, o GMM-Sistema se destaca por combinar equações em diferenças e em níveis, aumentando a eficiência dos estimadores ao explorar instrumentos internos gerados pelas próprias variáveis defasadas (Islam, Haque & Moutushi, 2022).

O GMM-Sistema é justificado neste estudo pela natureza dinâmica da Performance ESG, que depende não apenas de fatores contemporâneos, mas também de seus níveis passados. A endogeneidade é abordada ao tratar variáveis defasadas como instrumentos válidos para lidar com potenciais correlações entre os regressores e o termo de erro (Akmal, Rashid & Amin, 2022). O modelo também é testado quanto à validade dos instrumentos e à ausência de correlação serial nos resíduos de segunda ordem por meio dos testes de Hansen e Arellano-Bond, respectivamente, assegurando a robustez das estimativas. O modelo econométrico estimado pode ser representado pela seguinte equação:

$$ESG_{it} = \beta_0 + \alpha ESG_{it-1} + \beta_1 REM_{it} + \beta_2 RATCORP_{it} + \beta_3 REM * RATCORP_{it} + \beta_4 CONTROLE_{it} + \mu_i + e_{it} \quad (23)$$

Onde ESG_{it} é a Performance ESG da firma i no tempo t;

ESG_{it-1} é a defasagem de um ano da variável dependente;

REM_{it} representa o Gerenciamento Real de Resultados;

$RATCORP_{it}$ é o Rating Corporativo;

$REM * RATCORP_{it}$ é variável moderadora entre o Gerenciamento Real de Resultados e o Rating Corporativo;

$CONTROLE_{it}$ indica o vetor de variáveis de controle;

μ_i captura efeitos fixos individuais não observáveis; e

e_{it} é o termo de erro idiosincrático.

Como teste adicional de robustez, realizou-se uma análise comparativa entre empresas com Gerenciamento Real de Resultados (REM) positivo e negativo. Essa abordagem envolve a divisão da amostra em dois subgrupos, com base no sinal da variável, e a execução de regressões separadas para cada grupo. O objetivo é avaliar se os efeitos do gerenciamento de resultados e do rating corporativo sobre a performance ESG e dos seus três componentes diferem entre empresas que adotam práticas de gerenciamento positivo (indicando aumento nos resultados reportados) e negativo (indicando redução nos resultados reportados).

Essa estratégia permite investigar potenciais heterogeneidades nos efeitos das variáveis explicativas, considerando que as práticas de Gerenciamento de Resultados podem ter

motivações e implicações distintas conforme seu sinal. Por exemplo, enquanto um REM positivo pode ser utilizado para atrair investidores ou melhorar a percepção de solvência, um REM negativo pode estar relacionado a estratégias fiscais ou de redução de expectativas de mercado. Assim, a análise comparativa entre os dois grupos fornece uma visão mais aprofundada sobre as dinâmicas que influenciam a Performance ESG.

Os modelos econométricos estimados para cada subgrupo mantêm a estrutura descrita previamente, incluindo a defasagem da Performance ESG como variável explicativa, o rating corporativo como variável independente principal, e o vetor de controles para minimizar potenciais vieses. Consequentemente, espera-se assegurar uma maior profundidade à análise e complementar as evidências apresentadas na regressão inicial com a amostra completa.

3.4.5.1 Teste de robustez da amostra geral

Os resultados do teste de robustez apresentados na Tabela 32 fornecem uma análise mais aprofundada sobre a relação entre o gerenciamento real de resultados (REM), o rating corporativo e a performance ESG, ao segmentar a amostra entre empresas com REM positivo e REM negativo. Empresas com REM positivo, ou seja, aquelas que aumentam artificialmente seus lucros através de práticas como superprodução e redução de despesas discricionárias, apresentaram um efeito negativo do REM sobre a performance ESG. Isso sugere que, quando as empresas gerenciam seus resultados para inflar seus lucros, há uma tendência de comprometimento das práticas sustentáveis, possivelmente porque a priorização do desempenho financeiro se dá em detrimento de investimentos em ESG.

Esses achados são consistentes com pesquisas como a de Kim et al. (2014), que destacam que empresas com práticas agressivas de gerenciamento de resultados tendem a ser menos transparentes e comprometidas com aspectos socioambientais. Por outro lado, empresas com REM negativo, ou seja, aquelas que reduziram artificialmente seus lucros através de postergação de receitas ou aumento estratégico de despesas, apresentaram um efeito positivo do REM sobre a performance ESG. Isso pode indicar que empresas que reduzem seus resultados de forma deliberada estão, na realidade, alinhadas com um comportamento mais conservador e possivelmente mais responsável do ponto de vista ESG. Isso pode ocorrer porque tais empresas podem estar investindo mais em iniciativas sustentáveis que elevam seus custos no curto prazo, mas melhoram sua imagem e compromisso ambiental e social no longo prazo, alinhando-se com estudos como o de Christensen, Hail e Leuz (2021), que apontam que empresas que adotam práticas mais conservadoras tendem a ser mais propensas a adotar governança e estratégias ESG mais robustas.

Tabela 32: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG: REM+ e REM-

Variáveis	REM+	REM -	REM+	REM -
REM	-9.9882** (4.5327)	2.2616* (2.6968)		
RATCORP	0.0728* (0.3600)	0.3951*** (0.0958)		
REM*RATCORP			1.2474* (1.5991)	-0.3603** (0.5479)
L.ESG	0.4969*** (0.1223)	0.8069*** (0.0368)	0.4874*** (0.1224)	0.8006*** (0.0370)
ROA	-1.1854 (17.5255)	12.0015 (17.9790)	-0.8118 (17.5646)	11.8303 (18.0436)
ALAV	8.3184 (9.2614)	-0.2587 (5.9340)	8.4428 (9.3016)	0.0680 (6.0217)
QTOBIN	15.6140*** (2.0053)	-0.2867 (1.0304)	15.4437*** (2.0529)	-0.2161 (1.0471)
LC	-6.5338*** (2.3154)	-0.8416 (1.2073)	-6.6423*** (2.3334)	-0.8315 (1.2015)
GROWTH	2.9979 (4.1698)	-2.4102 (2.9865)	3.1220 (4.1660)	-2.2390 (2.9769)
TAM_F	8.2126*** (0.6615)	0.7517** (0.3608)	2.8145*** (0.6661)	0.7754** (0.3597)
TAMC	2.8308*** (0.7517)	0.7125 (0.5199)	7.5770*** (0.6089)	0.7662 (0.5066)
DUALCEO	10.1516** (4.2228)	-6.8012*** (2.1766)	10.5318** (4.3277)	-6.7700*** (2.1738)
AUDIT	11.4953*** (2.8804)	-4.9811*** (1.8888)	11.6186*** (2.8844)	-4.7392** (1.9262)
Constante	2.2284*** (0.0770)	2.4521*** (0.0507)	2.2261*** (0.0778)	2.4511*** (0.0505)
Observações	267	684	267	684
VIF Médio	1.27	1.31	1.44	1.46
VIF Máximo	2.09	2.15	2.21	2.23
R²	0.346	0.722	0.365	0.723
Wald	957.94***	1095.89***	1000.17***	1465.35***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

O *rating* corporativo apresentou uma relação positiva com a performance ESG em ambas as subamostras, mas com diferenças significativas na magnitude e nível de significância. Para empresas com REM positivo, o impacto foi significativo ao nível de 10%, enquanto para aquelas com REM negativo, a significância foi maior, ao nível de 1%. Isso sugere que as agências de *rating* conferem maior peso às práticas ESG das empresas que adotam um comportamento contábil mais conservador, reforçando a ideia de que um compromisso genuíno com sustentabilidade pode ser mais bem reconhecido e valorizado no mercado. Além disso, pode indicar que empresas com REM positivo precisam adotar estratégias ESG mais convincentes para compensar possíveis percepções negativas associadas ao gerenciamento de resultados agressivo, uma dinâmica destacada por estudos como Dhaliwal et al. (2011), que apontam que empresas que se preocupam com sua reputação financeira tendem a divulgar mais informações ESG para mitigar riscos reputacionais.

Por fim, a variável moderadora (interação entre *rating* corporativo e REM) também apresentou efeitos contrastantes entre as subamostras, pois aumentou a performance ESG para empresas com REM positivo, mas reduziu o escore ESG daquelas com REM negativo. Esse resultado sugere que, quando o gerenciamento de resultados é agressivo (REM positivo), um *rating* corporativo elevado pode atuar como um mecanismo compensatório, impulsionando a adoção de práticas ESG para mitigar os efeitos negativos da manipulação contábil. No entanto, quando o REM é negativo, um *rating* elevado pode estar associado a um menor incentivo para melhorar ainda mais a performance ESG, pois tais empresas já são percebidas como financeiramente mais conservadoras e alinhadas com boas práticas de governança.

Tais evidências levantam um questionamento importante sobre a real capacidade dos *ratings* de capturar a complexidade das práticas ESG nas empresas brasileiras, especialmente considerando o ambiente institucional do país, onde fatores como *enforcement* regulatório e estrutura de governança ainda apresentam desafios significativos (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Dessa forma, reforça-se a necessidade de uma abordagem mais crítica na avaliação de *ratings* corporativos, especialmente em mercados emergentes, onde o alinhamento entre práticas contábeis e sustentabilidade corporativa ainda apresenta heterogeneidade.

Os resultados apresentados na Tabela 33 mostram que, independentemente do tipo de gerenciamento de resultados adotado pelas empresas, tanto o REM quanto o *rating* corporativo

mantêm uma relação positiva com o escore ambiental. Esse achado sugere que, independentemente de a empresa inflar artificialmente seus lucros (REM positivo) ou reduzir seus resultados (REM negativo), há uma tendência de que práticas ambientais estejam alinhadas à estratégia financeira das firmas. Esse comportamento pode indicar que, mesmo quando as empresas manipulam seus lucros, elas ainda mantêm um compromisso com o desempenho ambiental, seja por exigências regulatórias, seja pela necessidade de preservar a reputação junto a *stakeholders* e investidores. Dhaliwal et al. (2011) sugerem que empresas que buscam maior transparência ou acesso a financiamento externo tendem a divulgar mais informações ambientais e a melhorar seus indicadores ESG para mitigar riscos e atrair investidores sustentáveis.

A principal diferença observada entre as subamostras está no efeito da variável moderadora sobre a performance ambiental. Para empresas que adotam REM positivo (ou seja, inflacionam artificialmente seus lucros), a interação entre REM e o *rating* corporativo apresentou um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o escore ambiental. Esse resultado pode ser interpretado como uma estratégia compensatória, onde as empresas que adotam práticas contábeis mais agressivas procuram reforçar sua reputação no mercado através de um maior compromisso ambiental. Ou seja, o impacto do *rating* pode funcionar como um tipo de selo de confiabilidade para aquelas que buscam equilibrar os riscos percebidos da manipulação de resultados com a adoção de iniciativas ambientais visíveis. Esse fenômeno já foi discutido em estudos como o de Kim, Park e Wier (2012), apontando que empresas que praticam maior manipulação contábil frequentemente utilizam estratégias de responsabilidade social corporativa para atenuar desconfianças do mercado.

Por outro lado, para empresas que adotam REM negativo (ou seja, reduzem estrategicamente seus lucros), a interação entre REM e *rating* corporativo também apresentou um efeito positivo sobre a performance ambiental. Esse achado sugere que essas empresas, por já serem percebidas como mais conservadoras do ponto de vista financeiro, conseguem obter ganhos ambientais sem precisar usar as iniciativas ESG como uma ferramenta de compensação de riscos reputacionais. Em outras palavras, nessas empresas, a boa governança financeira pode estar mais alinhada com um compromisso genuíno com a sustentabilidade, o que reforça os achados de Christensen, Hail e Leuz (2021).

Tabela 33: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – REM + e REM-

Variáveis	REM+	REM -	REM+	REM -
REM	2.4884* (2.8980)	2.1259* (3.4347)		
RATCORP	0.2347** (0.1082)	0.1811* (0.1441)		
REM*RATCORP			1.3734* (0.7105)	-0.7559* (0.5566)
L_ENV	0.6885*** (0.0982)	0.7191*** (0.0543)	0.6753*** (0.0980)	0.7178*** (0.0544)
ROA	-10.4936 (12.1663)	27.9058* (15.5592)	-10.6164 (11.7021)	26.3784 (16.2740)
ALAV	-6.1578 (8.0959)	3.8271 (5.3975)	-7.7279 (7.7897)	3.6540 (5.4017)
QTOBIN	4.2388 (2.8246)	-0.5414 (1.2331)	2.2905 (2.8037)	-0.5188 (1.2366)
LC	-1.2542 (1.1292)	-0.5892 (1.2355)	-1.1226 (1.1139)	-0.5527 (1.2272)
GROWTH	-0.1947 (1.9473)	-6.6303 (4.5637)	-0.3958 (2.0146)	-6.4884 (4.5784)
TAM_F	3.5429** (1.7607)	-0.0818 (1.4803)	3.3556* (1.7214)	-0.1250 (1.4844)
TAMC	0.8437*** (0.3028)	0.2281 (0.2580)	0.7459** (0.2900)	0.2419 (0.2612)
DUALCEO	0.1844 (1.8201)	-3.0768 (2.3647)	-0.5523 (1.8350)	-3.0261 (2.3673)
AUDIT	3.0342* (1.6497)	-0.9418 (1.6533)	2.2224 (1.7506)	-0.7879 (1.6635)
Constante	2.0902*** (0.1272)	2.2491*** (0.0847)	2.0633*** (0.1266)	2.2470*** (0.0844)
Observações	248	389	248	389
VIF Médio	1.22	1.40	1.48	1.52
VIF Máximo	2.18	2.28	2.29	2.31
R²	0.400	0.412	0.394	0.409
Wald	2337.60***	657.85***	2116.56***	672.60***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Líquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

No geral, esses resultados reforçam a complexidade da relação entre desempenho financeiro, transparência contábil e sustentabilidade ambiental. Empresas que gerenciam seus lucros positivamente parecem depender mais do *rating* corporativo para legitimar suas práticas ambientais, enquanto aquelas que reduzem seus lucros estrategicamente já possuem uma base mais sólida para o desenvolvimento sustentável. Esses achados ampliam a literatura ao indicar que a relação entre gerenciamento de resultados e ESG não é uniforme e pode depender do tipo de estratégia contábil adotada pela empresa, o que reforça a necessidade de uma análise mais criteriosa por parte de investidores e reguladores ao avaliar o real compromisso ambiental das corporações.

Na Tabela 34, por sua vez são apresentados os resultados dos impactos sobre a performance social comparando as duas subamostras. O *rating* corporativo manteve uma relação positiva com a performance social para ambas, indicando que as agências de *rating* desempenham um papel fundamental na promoção das práticas sociais das empresas, independentemente da estratégia contábil adotada. Esse resultado reforça que melhores avaliações de risco corporativo incentivam as empresas a adotar posturas mais responsáveis socialmente para fortalecer sua credibilidade e reduzir seu custo de capital.

No entanto, a principal diferença entre as subamostras está no efeito do gerenciamento real de resultados sobre a performance social. Para as empresas que adotam REM negativo, o REM apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com a performance social. Esse resultado pode indicar o reflexo de um comportamento mais conservador dessas empresas, que, ao reduzir seus lucros estrategicamente, mantêm maior alinhamento com princípios de governança responsável e, consequentemente, conseguem estruturar melhor suas práticas sociais. Isso sugere que empresas que gerenciam seus resultados de maneira mais prudente podem estar mais com o bem-estar de seus comprometidas *stakeholders*, incluindo funcionários, clientes e comunidades locais. Esses achados dialogam com o estudo de Cai, Zhu e Zhu (2025) que sugerem que empresas mais conservadoras do ponto de vista contábil tendem a ser mais socialmente responsáveis, pois operam com menor risco de escândalos e crises de confiança.

Tabela 34: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – REM + e REM-

Variáveis	REM+	REM -	REM+	REM -
REM	-5.7310 (3.7008)	4.6608* (2.6322)		
RATCORP	0.2978*** (0.0996)	0.1973* (0.1056)		
REM*RATCORP			1.4722*** (0.4738)	-1.2285** (0.4804)
L_SOCIAL	0.4903*** (0.1238)	0.7867*** (0.0371)	0.4631*** (0.1241)	0.7831*** (0.0373)
ROA	-13.4973 (17.8693)	4.5852 (11.6263)	-12.8925 (17.4847)	2.0865 (11.9872)
ALAV	-18.4426** (9.0705)	-2.9298 (4.1588)	-19.7103** (9.0606)	-3.1964 (4.1419)
QTOBIN	3.3325 (3.9589)	0.0213 (0.8295)	1.2349 (3.9729)	0.0592 (0.8313)
LC	-1.4952 (1.2326)	2.6156 (1.9810)	-1.3641 (1.2043)	2.6658 (1.9495)
GROWTH	-2.2484 (1.9559)	-11.7669*** (3.5292)	-2.4577 (2.0512)	-11.4952*** (3.4898)
TAM_F	3.7906*** (1.4637)	0.0681 (0.9771)	3.6392** (1.4183)	0.0137 (0.9684)
TAMC	0.3474 (0.3684)	-0.0036 (0.2446)	0.2699 (0.3527)	0.0202 (0.2462)
DUALCEO	-0.7220 (2.0364)	-0.7349 (1.9282)	-1.5589 (2.0275)	-0.6382 (1.9193)
AUDIT	4.7757** (1.8826)	-1.3397 (1.7088)	4.0099** (1.8433)	-1.0940 (1.7101)
Constante	2.1980*** (0.0913)	2.0624*** (0.0842)	2.1737*** (0.0900)	2.0543*** (0.0848)
Observações	248	389	248	389
VIF Médio	1.29	1.34	1.45	1.59
VIF Máximo	2.15	2.22	2.31	2.38
R²	0.268	0.561	0.300	0.562
Wald	678.58***	1245.87***	758.09***	1258.05***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Por outro lado, para as empresas que praticam REM positivo, a relação entre o REM e a performance social foi negativa, mas não estatisticamente significativa. Isso indica que a manipulação ascendente dos lucros pode estar associada a uma menor priorização de práticas sociais, possivelmente devido ao foco excessivo na maximização dos retornos financeiros no curto prazo. Esse achado corrobora estudos como o estudo de Yadav e Kumar (2025) que argumentam que empresas que adotam estratégias agressivas de gerenciamento de resultados frequentemente utilizam práticas ESG de forma oportunista, sem um compromisso genuíno com a responsabilidade social corporativa. No entanto, o fato de a relação não ser estatisticamente significativa sugere que a influência do REM positivo sobre o escore social pode ser mais heterogênea, dependendo de fatores contextuais, como o setor de atuação e a pressão dos *stakeholders*.

Por fim, a variável moderadora apresentou um comportamento oposto nas duas subamostras. Para as empresas que praticam REM positivo, essa interação aumentou o escore social, o que pode indicar um efeito compensatório semelhante ao observado na performance ambiental. Ou seja, empresas que inflacionam seus lucros podem utilizar avaliações positivas de *rating* para legitimar suas práticas sociais e atenuar possíveis desconfianças do mercado. Já para as empresas que adotam REM negativo, essa interação reduziu a performance social, o que pode indicar que, para essas empresas, uma boa avaliação de rating corporativo pode estar mais associada à solidez financeira e governança do que necessariamente a um foco em responsabilidade social.

No geral, esses achados reforçam a complexidade da relação entre gerenciamento de resultados e performance social, sugerindo que empresas com REM negativo tendem a ter um compromisso social mais sólido e estruturado, enquanto aquelas com REM positivo podem depender mais de mecanismos de legitimação, como o *rating* corporativo, para sustentar sua reputação social. Essa diferenciação é relevante para investidores e reguladores que buscam avaliar a autenticidade das práticas ESG das empresas e destaca a necessidade de análises mais profundas para distinguir iniciativas sociais genuínas de estratégias meramente oportunistas.

Os resultados da Tabela 35 indicam que o *rating* corporativo exerce um papel positivo e significativo na performance de governança das empresas, independentemente da estratégia de gerenciamento de resultados adotada. Isso sugere que avaliações mais favoráveis por parte das agências de *rating* contribuem para melhores práticas de governança, alinhando-se com pesquisas como as pesquisas de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) e de Amel-Zadeh

e Serafeim, G. (2018), que demonstram que empresas com boas avaliações externas tendem a adotar estruturas de governança mais sólidas para reduzir problemas de assimetrias informationais e melhorar a confiança dos investidores e dos *stakeholders*.

Entretanto, os efeitos do gerenciamento real de resultados na governança corporativa variam conforme a direção do REM. Para as empresas que praticam REM positivo, o efeito sobre a performance de governança foi positivo e significativo. Isso pode indicar que essas empresas utilizam práticas de governança como uma forma de compensação ou sinalização para o mercado, buscando reduzir o risco de percepção negativa associado à manipulação dos resultados financeiros. Essa evidencia sugere que algumas empresas adotam boas práticas de governança para mitigar preocupações sobre a transparência contábil (Dhaliwal et al., 2011; Jiang, Habib & Wang, 2018).

Por outro lado, para as empresas que apresentam REM negativo, a relação entre REM e governança foi negativa, sugerindo que essas firmas, ao adotarem um gerenciamento mais conservador dos resultados, podem estar menos propensas a implementar ou fortalecer práticas de governança, o que pode ser reflexo de um menor foco na sinalização ao mercado. Esse comportamento pode ser explicado pela teoria de sinalização. Além disso, Garcia, Mendes-Da-Silva e Orsato (2019) destacam que empresas que reduzem lucros intencionalmente podem ser menos propensas a buscar legitimidade por meio de estruturas formais de governança.

O resultado mais notável da comparação entre as subamostras está na relação negativa da variável moderadora (interação entre rating corporativo e REM) com o escore de governança para ambas as subamostras. Esse achado indica que, independentemente da direção do REM, a combinação entre um bom *rating* corporativo e práticas de gerenciamento de resultados pode não contribuir positivamente para a governança. Esse resultado pode ser interpretado sob a ótica da teoria da legitimação (Suchman, 1995), sugerindo que empresas que recebem boas avaliações externas podem reduzir seus esforços internos para fortalecer a governança, confiando no efeito reputacional do *rating*.

Dessa forma, os achados reforçam que embora um bom *rating* corporativo seja um fator positivo consistente, os efeitos do REM variam substancialmente, sugerindo que empresas que aumentam artificialmente seus lucros podem adotar práticas de governança mais estratégicas, enquanto aquelas que reduzem lucros podem não priorizar tanto essa dimensão. Assim, os resultados indicam que a governança corporativa pode, em alguns casos, ser usada como um mecanismo de sinalização para mitigar impactos negativos do gerenciamento de resultados, ao invés de refletir um verdadeiro compromisso com boas práticas corporativas.

Tabela 35: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – REM + e REM-

Variáveis	REM+	REM -	REM+	REM -
REM	1.4303** (0.6393)	-0.9785* (1.0282)		
RATCORP	0.1708** (0.2296)	0.1068* (0.1477)		
REM*RATCORP			-1.0345* (0.5785)	-1.4487** (0.5754)
L.GOV	0.6475*** (0.0857)	0.8608*** (0.0321)	0.6629*** (0.0858)	0.8517*** (0.0338)
ROA	-15.1035 (13.0968)	2.7511 (11.3289)	-19.3299 (12.8888)	4.3038 (11.0122)
ALAV	1.3745 (9.7549)	3.3275 (5.2713)	2.7890 (10.2376)	3.3915 (5.5085)
QTOBIN	0.9565 (3.5650)	1.1786 (0.8609)	3.2266 (3.1576)	1.0720 (0.8454)
LC	-1.2916 (1.2307)	-0.5105 (1.2556)	-1.4453 (1.2370)	-0.8083 (1.2786)
GROWTH	1.1775 (2.4466)	-7.5483** (3.6270)	0.3515 (2.2846)	-6.2844* (3.5849)
TAM_F	2.5946*** (0.8573)	-0.3847 (1.1861)	2.3725*** (0.9191)	-0.4964 (1.1720)
TAMC	-0.0942 (0.4230)	0.3033 (0.3340)	-0.0130 (0.4288)	0.3415 (0.3356)
DUALCEO	-4.2472 (2.9414)	-0.3606 (2.2382)	-3.7125 (2.9043)	-0.6363 (2.2562)
AUDIT	-0.3510 (2.1963)	-0.4235 (1.6757)	0.5554 (2.3019)	-0.1873 (1.7237)
Constante	2.3251*** (0.0999)	2.1866*** (0.0816)	2.3270*** (0.0957)	2.1821*** (0.0836)
Observações	248	389	248	389
VIF Médio	1.25	1.38	1.42	1.58
VIF Máximo	2.15	2.22	2.31	2.38
R²	0.356	0.641	0.377	0.639
Wald	370.56***	1493.60***	415.13***	1532.08***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA;

DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

3.4.5.2 - Teste de robustez regionalidade

Nesta seção, apresentam-se os resultados dos testes de robustez sobre a relação entre gerenciamento real de resultados, *rating* corporativo e performance ESG, comparando empresas que atuam na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul com aquelas que atuam no restante do Brasil. O objetivo é avaliar se os efeitos dessas variáveis diferem entre as regiões e conforme a direção do gerenciamento real de resultados. As Tabelas 36, 37, 38 e 39 estão organizadas em duas partes. Na primeira, analisam-se os efeitos do REM e do *rating* corporativo sobre a performance ESG e seus três pilares (ambiental, social e governança) para as empresas que apresentam REM positivo, comparando os resultados entre as duas regiões. Na segunda parte, para as empresas que adotam REM negativo, avalia-se exclusivamente o impacto da variável moderadora (interação entre *rating* corporativo e REM) sobre a performance ESG e seus três componentes, permitindo uma análise comparativa entre as diferentes regiões.

Os resultados apresentados na Tabela 36 revelam diferenças significativas no efeito do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance ESG entre empresas que atuam na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul e aquelas localizadas no restante do Brasil. Essas diferenças podem estar associadas às características estruturais das empresas presentes nessa região, predominantemente do setor agropecuário, e sua maior participação nas exportações nacionais.

O efeito negativo e estatisticamente significativo do REM sobre a performance ESG das empresas da mesorregião sugere que práticas agressivas de gerenciamento de resultados podem estar associadas a uma piora nos escores ESG. Isso pode ocorrer porque empresas agroexportadoras, ao priorizarem ganhos financeiros no curto prazo, podem adotar práticas menos sustentáveis, alinhando-se a estudos como o de Kim e Li (2021), que indicam que o gerenciamento de resultados pode comprometer investimentos em sustentabilidade.

Por outro lado, o efeito positivo do REM sobre o ESG para as empresas fora dessa região pode indicar que, em setores distintos, estratégias de gestão de resultados podem coexistir com boas práticas ambientais e sociais, como apontado por Dhaliwal et al. (2011), destacando que empresas com incentivos de mercado mais diversificados tendem a melhorar suas práticas ESG.

Tabela 36: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance ESG – Implicação de Regionalidade

Variáveis	REM +		REM -	
	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-14.5303** (5.6684)	5.0496** (2.3677)		
RATCORP	0.6199*** (0.2386)	0.2494*** (0.0911)		
REM*RATCORP			0.9179 (2.9756)	-1.2211*** (0.3215)
L.ESG	0.4683** (0.2028)	0.4364*** (0.1276)	0.7762*** (0.0630)	0.7255*** (0.0505)
ROA	-16.8578 (13.2813)	-26.1570 (19.0102)	-29.9951 (18.7852)	29.0570** (11.3144)
ALAV	16.5407 (16.4867)	-4.5478 (7.5427)	10.4999 (7.9761)	2.3728 (3.9552)
QTOBIN	-20.3906*** (5.4339)	2.4564 (2.9720)	-2.0549 (1.6062)	-0.4115 (0.6822)
LC	2.6665*** (1.0191)	-1.0846 (1.0430)	2.1707 (1.3686)	-0.3401 (0.9858)
GROWTH	3.6447 (2.7875)	0.3749 (1.8929)	-0.1997 (5.0977)	-10.1004*** (3.3208)
TAM_F	0.3218 (1.3611)	5.6405*** (1.9938)	-4.3334*** (1.2693)	-0.9974 (1.0475)
TAMC	4.4504*** (1.0624)	0.2784 (0.3249)	1.6525*** (0.5438)	0.0844 (0.1952)
DUALCEO	7.4513* (3.9200)	-4.8215* (2.6016)	-7.4269*** (1.9047)	-1.5773 (1.6483)
AUDIT	-0.5597 (2.1472)	1.5765 (1.4836)	9.8248*** (2.9804)	-2.3535 (1.5297)
Constante	0.6095*** (0.1314)	1.8984*** (0.0850)	1.2403*** (0.1296)	1.6579*** (0.0821)
Observações	124	384	124	384
VIF Médio	1.20	1.25	1.43	1.52
VIF Máximo	2.02	2.05	2.19	2.29
R²	0.687	0.336	0.679	0.339
Wald	50.710***	560.36***	101.049***	1699.22***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

O *rating* corporativo, por sua vez, apresentou um efeito positivo e significativo (1%) sobre a performance ESG em ambas as subamostras, reforçando a relevância das classificações de risco das agências de *rating* na percepção de sustentabilidade corporativa. Isso corrobora as evidências de Cai, Zhu e Zhu (2025) que apontam que boas avaliações por parte de agências de risco podem incentivar empresas a manter ou aprimorar práticas ESG, independentemente de seu setor ou localização geográfica. A influência do *rating* sugere que, mesmo para empresas que gerenciam lucros de forma agressiva, a busca por uma boa reputação financeira e acesso a financiamento pode servir como incentivo para manter padrões ESG aceitáveis.

Por fim, a variável moderadora (interação entre rating corporativo e REM) apresentou um efeito positivo, porém não significativo, nas empresas da mesorregião, enquanto o efeito foi negativo e altamente significativo (1%) para as demais regiões. Isso sugere que, nas empresas da região, a relação entre gerenciamento de resultados e *rating* corporativo não compromete diretamente a performance ESG, possivelmente porque os setores agropecuários já enfrentam maior pressão internacional por práticas sustentáveis. No entanto, para firmas em outras regiões, a interação entre essas variáveis pode indicar que práticas de manipulação de lucros podem prejudicar a performance ESG, reforçando achados de García-Sánchez e García-Meca (2020) sobre a sensibilidade do mercado a discrepâncias entre práticas contábeis e sustentabilidade.

Esses achados evidenciam que o impacto do gerenciamento de resultados sobre ESG não é uniforme e depende do contexto setorial e geográfico das empresas. A influência positiva do *rating* corporativo em ambas as subamostras indica que mecanismos de mercado ainda desempenham um papel importante na governança das práticas ESG, mas o efeito da moderação entre REM e *rating* corporativo revela que o alinhamento entre sustentabilidade e práticas contábeis pode ser mais frágil fora do setor de atuação das empresas não atuantes na mesorregião.

Os resultados apresentados na Tabela 37 indicam padrões semelhantes entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* corporativo e a performance ambiental, especialmente para as empresas que adotam um REM positivo. No entanto, observa-se uma diferença importante nas firmas que apresentam REM negativo, onde a interação entre REM e

rating corporativo (variável moderadora) tem um efeito positivo sobre o escore ambiental, mas sem significância estatística.

Tabela 37: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Ambiental – Implicação de Regionalidade

Variáveis	REM +		REM -	
	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-12.7777*** (4.6849)	7.8890** (3.2672)		
RATCORP	0.3142** (0.3920)	0.1805* (0.1385)		
REM*RATCORP			3.3503 (4.3403)	0.2434 (0.7780)
L.ENV	0.3289*** (0.1002)	0.6506*** (0.1189)	0.6218*** (0.1107)	0.6587*** (0.0721)
ROA	3.4118 (7.5135)	-25.4510 (19.1447)	-46.9029 (33.2086)	47.2556*** (16.7365)
ALAV	15.7143** (7.2229)	-3.5552 (8.9705)	12.9257 (14.8448)	7.7153 (6.7916)
QTOBIN	-27.3387*** (5.9533)	4.2973 (3.2648)	-7.2235*** (2.4472)	-0.5221 (1.3415)
LC	-1.9643 (1.5583)	-1.9388* (1.1530)	-2.2285 (2.1082)	0.6368 (1.5631)
GROWTH	-0.4745 (2.3651)	1.8825 (2.9058)	-3.5027 (8.7246)	-9.2681* (4.8827)
TAM_F	6.0284*** (1.5405)	4.4715 (2.7589)	-6.4250*** (1.7961)	0.8267 (1.9895)
TAMC	4.9021*** (0.9880)	0.4055 (0.3448)	1.9018** (0.9053)	-0.0163 (0.2981)
DUALCEO	11.9526*** (3.4697)	0.3275 (2.3616)	-15.2950*** (3.2585)	-5.0162* (2.8309)
AUDIT	-0.5295 (2.4870)	4.8884*** (1.8734)	15.4475*** (4.8004)	-2.9610 (1.9237)
Constante	0.6227*** (0.1333)	2.1173*** (0.1191)	1.7116*** (0.1521)	2.1969*** (0.0986)
Observações	124	384	124	384
VIF Médio	1.20	1.25	1.43	1.52
VIF Máximo	2.02	2.05	2.19	2.29

R²	0.624	0.306	0.615	0.302
Wald	61933.39***	1345.19***	118.95***	933.29***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

Para as empresas da mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul, que são majoritariamente agropecuárias e fortemente voltadas à exportação, os impactos do gerenciamento de resultados sobre o desempenho ambiental podem estar relacionados à necessidade de equilibrar estratégias financeiras com exigências de sustentabilidade. Dechow e Sloan (1995) sugerem que práticas de REM podem reduzir investimentos de longo prazo, incluindo aqueles voltados para a sustentabilidade ambiental. No setor agropecuário, isso pode ser particularmente relevante, pois políticas ambientais rigorosas e certificações internacionais (como a *Round Table on Responsible Soy* – RTRS e o *Forest Stewardship Council* – FSC) exigem altos investimentos, o que pode ser comprometido por práticas de gerenciamento de lucros voltadas ao curto prazo.

O efeito positivo e estatisticamente significativo do *rating* corporativo sobre a performance ambiental reforça o papel das classificações de risco na governança sustentável das empresas. Conforme apontado por Hajek, Sahut e Myskova (2024) e Yadav e Kumar (2025), onde empresas com melhor *rating* de crédito tendem a ter maior acesso a capital e, consequentemente, maiores incentivos para investir em sustentabilidade, especialmente em setores expostos à regulamentação ambiental e pressões do mercado internacional. No caso das agroexportadoras da mesorregião, esse efeito pode estar associado à necessidade de atender padrões ambientais exigidos por compradores estrangeiros, o que também é corroborado por estudos como o de González-Pozo et al. (2025) e Lee, Lee e Oh (2024) que demonstram que empresas em setores com maior exposição no mercado global tendem a alinhar suas práticas ambientais a padrões internacionais.

Por outro lado, para as empresas que apresentam REM negativo, ou seja, aquelas que reduzem artificialmente seus lucros através de práticas contábeis, o efeito da variável moderadora sobre a performance ambiental é positivo, porém não estatisticamente significativo. Isso sugere que, embora a interação entre *rating* corporativo e gerenciamento de

resultados possa indicar um alinhamento com boas práticas ambientais, a falta de significância estatística aponta para uma fraca relação entre esses fatores. Esse achado pode estar relacionado à ausência de incentivos claros para investimentos ambientais quando a empresa já adota estratégias contábeis conservadoras, conforme indicado por Kim, Park e Wier (2012), que argumentam que companhias com práticas mais conservadoras tendem a priorizar a estabilidade financeira em detrimento de gastos ambientais.

As evidências sinalizam que, para empresas da mesorregião agroexportadora, o impacto do gerenciamento de resultados sobre o escore ambiental pode estar ligado à necessidade de cumprir exigências internacionais e manter a competitividade no mercado externo. O *rating* corporativo se mostra um fator positivo para a performance ambiental em todas as subamostras, reforçando seu papel como mecanismo de incentivo para boas práticas. No entanto, a interação entre REM e *rating* corporativo não apresentou significância estatística para empresas com REM negativo, sugerindo que a influência das práticas contábeis sobre a sustentabilidade ambiental pode variar dependendo do contexto e do setor da empresa.

Os resultados da Tabela 38, analisam o efeito do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre a performance social, e revelam diferenças significativas entre empresas localizadas na mesorregião e aquelas atuantes no restante do Brasil. Para as empresas com REM positivo, o gerenciamento real de resultados apresentou uma relação negativa e não significativa com a performance social das companhias localizadas na mesorregião, enquanto para aquelas fora dessa região, o efeito foi positivo e significativo. Esse contraste sugere que, para as firmas da região, o gerenciamento contábil voltado ao aumento dos lucros não está diretamente associado a maiores investimentos sociais, possivelmente devido ao foco em eficiência operacional e controle de custos. Em contrapartida, no restante do Brasil, o REM positivo pode estar ligado a maiores investimentos em ações sociais, seja por pressão regulatória ou para reforço da imagem corporativa.

No caso das empresas com REM negativo, a variável moderadora apresentou um impacto positivo, mas não significativo sobre a performance social das empresas da mesorregião, enquanto para aquelas fora dessa região, o efeito foi negativo e estatisticamente significativo. Isso indica que, para as empresas da região, o impacto do *rating* corporativo na performance social pode ser mais estável e menos sujeito a flutuações derivadas do gerenciamento contábil.

Tabela 38: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Social – Implicação de Regionalidade

Variáveis	REM +		REM -	
	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	-7.6532 (6.7027)	6.5786** (2.6241)		
RATCORP	0.5961* (0.3129)	0.3713*** (0.1005)		
REM*RATCORP			0.0679 (0.1132)	-1.0995*** (0.4014)
L.SOCIAL	0.3181 (0.2019)	0.4082*** (0.1354)	0.8291*** (0.0603)	0.6921*** (0.0476)
ROA	51.4148** (20.8880)	-19.0805 (28.8143)	-36.5777** (18.5381)	27.8422** (11.5009)
ALAV	92.4988*** (28.4628)	-22.6138** (10.0880)	3.0638 (9.6962)	0.7750 (4.7839)
QTOBIN	-6.2930 (4.7883)	5.0150 (4.1513)	-0.4088 (2.6711)	-0.8146 (0.7789)
LC	5.8282*** (1.4264)	-0.8625 (1.5219)	9.4506*** (2.0740)	0.2954 (1.3406)
GROWTH	14.7268** (6.0037)	-1.2965 (2.5083)	-0.6348 (5.9768)	-14.3487*** (3.6055)
TAM_F	-4.7937** (1.8981)	5.6074** (2.3294)	-6.5015*** (1.6870)	-0.5960 (1.0918)
TAMC	4.9738*** (1.4845)	0.2903 (0.4346)	2.1269*** (0.6318)	-0.0797 (0.2693)
DUALCEO	3.6816 (3.5856)	-3.2097 (3.0314)	-6.5371*** (2.3062)	-0.7724 (1.9746)
AUDIT	-8.1987*** (1.4123)	2.9970 (2.1750)	10.7541*** (3.8039)	-3.6908* (1.9041)
Constante	0.5160*** (0.1316)	2.1917*** (0.0845)	1.5154*** (0.1110)	1.8769*** (0.0828)
Observações	124	384	124	384
VIF Médio	1.20	1.25	1.43	1.52
VIF Máximo	2.02	2.05	2.19	2.29
R²	0.534	0.105	0.523	0.119
Wald	104.19***	212.82***	141.621***	199.93***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – Real Earning Management; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa				

O setor da maior parte das empresas da região, altamente voltado para exportação, tende a adotar práticas sociais voltadas para conformidade regulatória e sustentabilidade ambiental, mas pode não priorizar aspectos sociais em níveis comparáveis a outros setores mais dependentes da percepção pública e da reputação corporativa. Em seus estudos, Dhaliwal et al. (2011) indicam que empresas com maior exposição ao mercado internacional frequentemente investem mais em ações sociais para reduzir riscos reputacionais, mas essa lógica pode não se aplicar uniformemente ao agronegócio, onde a pressão do mercado pode se concentrar mais em sustentabilidade ambiental do que em políticas sociais.

Além disso, o impacto negativo da variável moderadora sobre a performance social das empresas fora da mesorregião sugere que, nesse contexto, o gerenciamento contábil negativa pode estar associada a uma redução estratégica dos investimentos sociais, possivelmente para preservação de liquidez ou realocação de recursos. Reforça-se a importância do contexto setorial e geográfico ao analisar a relação entre gerenciamento de resultados e desempenho social. Enquanto na mesorregião os investimentos sociais parecem menos sensíveis às práticas contábeis, no restante do Brasil, há uma relação mais evidente entre REM negativo e menor engajamento social. Isso sugere que a lógica da sustentabilidade social pode variar conforme as pressões de mercado, regulamentações e a natureza da atividade econômica.

Por fim, os resultados da Tabela 39, que analisam o impacto do gerenciamento real de resultados e do *rating* corporativo sobre o escore de governança, destacam diferenças importantes entre empresas localizadas na mesorregião analisada e aquelas atuantes no restante do Brasil. Considerando o perfil econômico dessas regiões, fortemente voltadas para o setor agropecuário e exportador, é relevante compreender como as práticas contábeis e a classificação de risco influenciam a governança corporativa.

Para a subamostra das empresas com REM positivo, o gerenciamento real de resultados apresentou um efeito positivo e estatisticamente significativo (1%) sobre o escore de governança das companhias localizadas na mesorregião de interesse, enquanto o mesmo efeito foi negativo para empresas situadas fora dessa região. Esse resultado sugere que, nesta região, o gerenciamento contábil voltada ao aumento dos lucros pode estar associada a uma governança

corporativa mais robusta, possivelmente em resposta à maior exigência de transparência por parte de investidores internacionais e órgãos reguladores do comércio exterior.

Tabela 39: Os Efeitos do REM e do Rating Corporativo sobre a Performance Governança – Implicação de Regionalidade

Variáveis	REM +		REM -	
	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região	Empresas Atuando na Região	Empresas Não atuando na Região
REM	25.5866*** (8.6377)	-4.0351* (4.3250)		
RATCORP	-1.5044*** (0.3685)	0.3957*** (0.1520)		
REM*RATCORP			2.6901 (3.1735)	-1.6729** (0.6670)
L.GOV	-0.8371*** (0.2629)	0.4830*** (0.1038)	0.7694*** (0.0980)	0.8157*** (0.0463)
ROA	-60.4150*** (12.4546)	-8.6648 (18.5683)	6.9249 (23.4125)	18.1233 (14.4461)
ALAV	30.7897* (16.0636)	14.6029 (13.0092)	17.9029** (8.5973)	2.0463 (6.5929)
QTOBIN	12.8617 (15.4156)	-2.4175 (3.5524)	2.0760 (3.0968)	-0.1066 (1.0166)
LC	-6.9817 (4.7991)	0.0218 (1.4969)	0.5663 (1.8897)	-2.4990 (1.5422)
GROWTH	13.6846*** (3.7286)	-1.9407 (2.6815)	5.1208 (5.6580)	-9.0271* (4.8251)
TAM_F	6.3209** (2.4871)	2.3640* (1.3143)	0.3476 (1.7805)	-3.1492* (1.6116)
TAMC	0.9169 (1.7514)	-0.1383 (0.4793)	1.8791*** (0.5219)	0.2736 (0.3632)
DUALCEO	14.1807** (5.5405)	-10.1866*** (3.6159)	4.5314* (2.6773)	-0.7130 (2.7048)
AUDIT	1.1406 (2.1133)	-4.3401* (2.5066)	2.5758 (3.5299)	-0.9153 (2.0404)
Constante	1.1236*** (0.1488)	2.2506*** (0.0878)	1.4879*** (0.0874)	2.1888*** (0.0887)
Observações	124	384	124	384
VIF Médio	1.20	1.25	1.43	1.52
VIF Máximo	2.02	2.05	2.19	2.29

R²	0.400	0.412	0.394	0.409
Wald	3610.89***	381.64***	110.45***	822.81***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: *, **, *** nível de significância de 10%; 5% e 1% respectivamente. REM – *Real Earning Management*; RATCORP – Rating Corporativo; ROA – Retorno sobre Ativo; ALAV - Alavancagem Financeira; QTOBIN – Q de Tobin; LC – Liquidez Corrente; GROWTH – Oportunidade de Crescimento; TAMC – Tamanho do CA; DUALCEO – Dualidade CEO & Chairman; AUDIT – Reputação da Auditoria (BIG4); TAM_F – Tamanho da Firma. Fonte: Resultado da pesquisa

No entanto, uma virada significativa ocorre na relação entre o *rating* corporativo e o escore de governança. Para as empresas da mesorregião, o *rating* corporativo apresentou um efeito negativo e estatisticamente significativo, enquanto para as demais firmas, o efeito foi positivo. Esse achado é contraintuitivo, pois, em geral, espera-se que um melhor *rating* corporativo esteja associado a boas práticas de governança. Uma possível explicação é que, nessas regiões, as empresas exportadoras podem adotar estruturas de governança mais rígidas independentemente do *rating*, devido às exigências dos mercados internacionais. Assim, a classificação de risco pode ter um impacto menos relevante sobre a governança, já que as empresas do setor buscam se alinhar a padrões globais independentemente do score das agências de classificação de risco.

Para as empresas com REM negativo, o efeito da interação entre *rating* corporativo e gerenciamento de resultados sobre a governança corporativa permaneceu positivo, mas não significativo para as firmas da mesorregião, enquanto para as demais empresas, a relação foi negativa e estatisticamente significativa. Esse padrão reforça a ideia de que, no agronegócio, a governança pode estar mais ligada a fatores estruturais do setor do que a aspectos financeiros avaliados pelas agências de risco.

Esses achados sugerem que, nas empresas que atuam na região Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul, o gerenciamento positivo de resultados pode estar associado a melhores práticas de governança, o que vai de encontro a estudos que indicam que o gerenciamento de lucros frequentemente prejudica a transparência e a qualidade da governança (Leuz, Nanda & Wysocki, 2003). No entanto, no setor exportador, a governança pode ser impulsionada por fatores externos, como exigências de parceiros internacionais e certificações para mercados estrangeiros, o que pode reduzir o impacto negativo esperado do REM positivo sobre a governança.

Outro ponto relevante é a relação negativa do *rating* corporativo com a governança nas empresas da mesorregião agropecuária, algo que contraria achados clássicos, como os de

Ashbaugh-Skaife et al. (2006), que argumentam que *ratings* mais altos geralmente estão associados a melhores práticas de governança. Isso pode indicar que, no mesorregião, a governança corporativa se desenvolve por motivações estratégicas próprias do setor, em vez de ser impulsionada diretamente pelas avaliações de risco das agências de classificação de risco.

Por outro lado, para as empresas fora dessas regiões, o impacto negativo e significativo da interação entre REM negativo e *rating* sobre a governança sugere que, em setores menos expostos ao mercado externo, práticas agressivas de gerenciamento de resultados podem comprometer a transparência e qualidade da governança, o que está alinhado com a literatura sobre manipulação contábil e seus efeitos adversos na governança corporativa (Chandrakant & Rajesh, 2023; Jiang Habib & Wang, 2018; Kim, Park & Wier, 2012).

De modo geral, os resultados reforçam que o impacto do gerenciamento de resultados e do *rating* corporativo sobre a governança varia de acordo com a exposição das empresas ao comércio internacional e às exigências setoriais. Na região Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul com forte influência do setor agropecuário e exportador, a governança parece menos sensível ao *rating* corporativo e mais ligada a demandas do mercado global, enquanto no restante do Brasil, o gerenciamento contábil pode enfraquecer a governança. Essa diferença ressalta a necessidade de considerar o contexto regional e suas particularidades setoriais ao analisar as implicações das práticas de gerenciamento de resultados e do *rating* sobre a performance governança no contexto brasileiro.

3.4.6 Sínteses dos Principais Resultados

Com base na síntese das hipóteses deste estudo 2, é possível observar que os resultados revelam nuances importantes na relação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* corporativo e a performance ESG das empresas brasileiras. A hipótese H1 revelou-se parcialmente aceita, indicando que, de modo geral, o gerenciamento de resultados não se associa negativamente à performance ESG e aos pilares ambiental, social e de governança, com exceção do pilar de governança (H1d), que de fato apresentou uma relação negativa. Isso sugere que práticas de gerenciamento real de resultados podem comprometer a transparência e integridade da governança corporativa.

Por outro lado, a hipótese H2 foi integralmente aceita, corroborando que empresas com melhores *ratings* corporativos tendem a apresentar melhor desempenho ESG e em seus pilares individuais, resultado que reforça a literatura sobre o papel da qualidade de crédito como

sinalizador de boas práticas sustentáveis e de gestão (García-Sánchez, Hussain & Martínez-Ferrero, 2022).

Tabela 40: Resultados das Hipóteses do estudo 2

Hipóteses	Texto da hipótese	Resultados
H_{1a}; H_{1b} H_{1c} e H_{1d}	Há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG e os três pilares individuais nas empresas brasileiras.	Rejeita H_{1a}; H_{1b} H_{1c} / Aceita H_{1d}
H_{2a}; H_{2b} H_{2c} e H_{2d}	Há uma relação positiva entre o <i>rating</i> corporativo e a performance ESG, os três pilares individuais nas empresas brasileiras.	Todas foram aceitas
H_{3a}; H_{3b} H_{3c} e H_{3d}	O <i>rating</i> corporativo modera negativamente a relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG e os três pilares individuais nas empresas brasileiras.	Todas foram aceitas
H_{4a}; H_{4b} H_{4c} e H_{4d}	Há diferenças significativas no efeito do gerenciamento real de resultados e do <i>rating</i> corporativo sobre a performance ESG, e os três pilares individuais, comparando as empresas localizadas nas mesorregiões do TMAPSGLMS e aquelas localizadas em outras regiões do Brasil.	Todas foram aceitas

Fonte: Elaborado pelo autor.

Além disso, os resultados confirmaram a hipótese H3, indicando que o *rating* corporativo exerce um efeito moderador negativo na relação entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG. Ou seja, mesmo em empresas bem avaliadas em termos de crédito, a presença de práticas de gerenciamento de resultados tende a atenuar os ganhos em ESG, apontando para uma possível inconsistência entre qualidade financeira percebida e práticas de sustentabilidade.

Por fim, a aceitação da hipótese H4 evidencia que há diferenças regionais importantes no Brasil quanto aos efeitos do gerenciamento de resultados e do rating corporativo sobre o desempenho ESG. Especificamente, as empresas localizadas nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste do Mato Grosso do Sul, demonstram comportamentos distintos em comparação com outras regiões do país, o que pode refletir desigualdades estruturais, institucionais e de governança presentes no contexto subnacional brasileiro.

3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* corporativo e a performance ESG das empresas brasileiras listadas na B3. Para isso, foi utilizada uma amostra composta por 456 empresas não financeiras, no período de 2010 a 2023. A análise incluiu uma segmentação regional da amostra, dividindo as empresas em duas subamostras: a primeira composta por aquelas que possuem sede, filial, planta, subsidiária ou qualquer forma de representação nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto

Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul; e a segunda, pelas demais empresas que não possuem presença nessas regiões.

Do ponto de vista metodológico, utilizou-se um modelo de regressão linear com dados em painel com efeitos fixos, por permitir o controle das características específicas de cada empresa que se mantêm constantes ao longo do tempo. Para garantir maior robustez aos achados e mitigar possíveis problemas de endogeneidade, também foi aplicado o método dos Momentos Generalizados (GMM), com abordagem de painel dinâmico.

Os principais resultados evidenciam uma relação positiva entre o gerenciamento real de resultados e a performance ESG. O *rating* corporativo também apresentou impacto positivo e estatisticamente significativo, indicando que empresas com melhores classificações de risco tendem a apresentar desempenhos superiores em aspectos ambientais, sociais e de governança. No entanto, a interação entre REM e rating corporativo mostrou um efeito moderador negativo sobre a performance ESG, sugerindo que o efeito benéfico das boas classificações pode ser atenuado quando há indícios de manipulação de resultados.

Ao analisar separadamente os três pilares do ESG, observou-se que tanto o REM quanto o *rating* corporativo têm efeitos positivos e significativos sobre o escore ambiental. Ainda assim, a variável de interação entre essas duas dimensões revela um impacto negativo, indicando que o *rating* corporativo pode mitigar os efeitos positivos do gerenciamento de resultados sobre a performance ambiental. No pilar social, os resultados apontam que empresas que praticam REM tendem, em média, a apresentar melhor desempenho social. Esse efeito é intensificado em empresas com alta classificação de risco, conforme demonstrado pelo impacto positivo e significativo do *rating* corporativo sobre o escore social. No entanto, a interação entre REM e *rating* exerceu efeito negativo e estatisticamente significativo sobre o desempenho social, confirmando a hipótese de que a influência positiva das boas avaliações de risco é enfraquecida quando há manipulação contábil.

Com relação à governança, o REM demonstrou uma associação negativa com o desempenho nesse pilar, sugerindo que empresas que manipulam seus resultados financeiros comprometem práticas de transparência e integridade. Em contrapartida, o *rating* corporativo teve efeito positivo e significativo sobre o escore de governança, reforçando a ideia de que melhores avaliações de risco estão associadas a práticas de governança mais sólidas. A interação entre REM e *rating* manteve seu efeito moderador negativo, indicando que, mesmo em empresas bem avaliadas, o uso de práticas de gerenciamento de resultados pode comprometer a governança corporativa.

A análise regional revelou diferenças marcantes entre as empresas que operam nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul e aquelas que atuam no restante do país. Especificamente, o REM apresentou impacto negativo e estatisticamente significativo sobre a performance ESG das empresas da mesorregião, enquanto para as demais companhias esse efeito foi positivo e significativo. Já o *rating* corporativo manteve impacto positivo sobre a ESG nas duas subamostras, embora com magnitudes distintas. A interação entre REM e *rating*, por sua vez, revelou um efeito positivo nas empresas da mesorregião e negativo para as demais.

No que se refere ao pilar ambiental, embora o REM tenha exercido efeito negativo nas empresas da mesorregião, esse resultado não foi estatisticamente significativo. O *rating* corporativo, por outro lado, manteve impacto positivo em ambas as subamostras, reforçando o papel das agências de *rating* na valorização da transparência ambiental. A interação entre REM e *rating* foi negativa para empresas da mesorregião e positiva para aquelas que não operam nessas regiões. Em relação ao desempenho social, o REM teve efeito negativo em ambas as subamostras, sugerindo que a manipulação de resultados pode comprometer o engajamento social das empresas. Para as companhias da mesorregião, o *rating* corporativo passou a exercer efeito negativo sobre o escore social, ao passo que para as demais, o efeito foi positivo.

A interação entre REM e *rating* apresentou um efeito positivo e significativo em ambas as subamostras, indicando que, mesmo diante do gerenciamento de resultados, a boa avaliação de risco ainda contribui para atenuar perdas no desempenho social. No pilar de governança, o REM demonstrou impacto negativo significativo tanto nas empresas da mesorregião quanto nas demais. Já o *rating* corporativo apresentou efeito divergente, sendo negativo para as empresas que atuam na mesorregião e positivo para aquelas fora dela. A interação entre REM e *rating* também revelou efeitos opostos, onde foi positivo nas empresas da região e negativo nas demais, evidenciando possíveis influências do contexto regional sobre os mecanismos de governança corporativa.

Adicionalmente, os resultados apontaram que características como lucratividade, alavancagem e boas práticas de governança favorecem o comprometimento ambiental. Em contrapartida, fatores como a dualidade entre CEO e presidente do conselho, a estratégia de crescimento acelerado e desafios de gestão de liquidez podem limitar investimentos sustentáveis. Foi encontrado uma relação negativa com a auditoria externa, levantando questionamentos sobre a eficácia da regulação contábil na promoção da sustentabilidade empresarial. Torna-se evidente, portanto, a necessidade de desenvolver mecanismos

regulatórios mais integrados, com auditorias que incorporem métricas ESG mais detalhadas. A crescente exigência de transparência por parte dos investidores demanda que as empresas, especialmente em fase de crescimento, equilibrem sua expansão com práticas sustentáveis, evitando que a busca por lucros imediatos comprometa seu impacto ambiental e social de longo prazo.

Do ponto de vista teórico, este estudo contribui significativamente para o campo das finanças corporativas ao investigar a complexa interação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* corporativo e a performance ESG das empresas. Tradicionalmente, as finanças corporativas demonstraram resistência em integrar a sustentabilidade às suas análises, mantendo-se distantes do debate por mais de quatro décadas. Contudo, o crescimento exponencial das pesquisas nos últimos anos, aponta para uma mudança de paradigma que exige novos modelos e interpretações, conforme abordado nesta pesquisa.

O estudo contribui para esse avanço ao fornecer evidências empíricas que dialogam com três importantes vertentes teóricas: a teoria da agência, ao demonstrar como práticas de manipulação de resultados podem comprometer a transparência e prejudicar a confiança entre gestores e *stakeholders*; a teoria da sinalização, ao revelar o papel do *rating* corporativo como um possível mitigador das assimetrias de informação no contexto ESG; e a teoria dos *stakeholders*, ao mostrar que decisões corporativas afetam direta e indiretamente a sociedade e o meio ambiente. Ao integrar esses construtos, propõe-se uma análise conjunta mais robusta e realista da performance ESG, respondendo a uma lacuna da literatura que, em geral, ainda os trata de forma isolada.

Além disso, o estudo se destaca por contribuir com o desenvolvimento da literatura regional no Brasil, oferecendo evidências pioneiras sobre as particularidades da interação entre as variáveis analisadas em empresas que atuam na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul. Tais achados reforçam a importância de considerar as especificidades regionais nos estudos de sustentabilidade e finanças corporativas.

Do ponto de vista prático, os resultados trazem implicações relevantes para gestores, investidores, governos, reguladores e consultores. Para os gestores, o estudo evidencia os riscos associados à adoção de práticas de gerenciamento de resultados, mostrando que, embora possam gerar benefícios de curto prazo, essas ações comprometem a performance ESG, especialmente nas dimensões social e de governança, minando a credibilidade da empresa junto ao mercado e à sociedade. Além disso, destacamos que o bom *rating* corporativo, quando

acompanhado de práticas éticas e transparentes, fortalece o desempenho ESG — sendo, portanto, um ativo estratégico. Para investidores individuais e institucionais com perfil sustentável, os achados oferecem subsídios para uma análise mais criteriosa, ao alertar sobre a influência de práticas gerenciais e do contexto regional na performance ESG. Investidores atentos devem considerar não apenas os indicadores divulgados pelas empresas, mas também aspectos como governança, coerência entre discurso e prática e a integridade das informações financeiras.

Governos e órgãos reguladores também podem se beneficiar deste estudo ao perceberem a necessidade de desenvolver normas mais rígidas e mecanismos de fiscalização que inibam comportamentos oportunistas das empresas, especialmente no que diz respeito à manipulação de resultados com o objetivo de inflar artificialmente os indicadores ESG. Tais medidas são fundamentais para garantir a confiabilidade dos dados reportados, proteger os interesses da sociedade e fomentar um ambiente de negócios mais ético e sustentável.

Do ponto de vista social, o estudo reforça a importância de mecanismos que garantam maior alinhamento entre os objetivos corporativos e os interesses da sociedade. Ao evidenciar que práticas antiéticas impactam negativamente a dimensão social do ESG, o trabalho contribui para o debate sobre responsabilidade social empresarial, alertando que iniciativas sociais genuínas são incompatíveis com estratégias de manipulação contábil. Assim, reforça-se a necessidade de maior transparência e responsabilidade por parte das empresas diante dos desafios socioambientais contemporâneos.

Por fim, para as empresas que operam na mesorregião analisada, os resultados evidenciam vulnerabilidades específicas que devem ser tratadas com atenção. A relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a performance ESG na região TMAP aponta para um contexto em que as práticas gerenciais antiéticas podem ter impactos ainda mais severos. Dessa forma, as empresas locais devem buscar consolidar sua credibilidade por meio de práticas de governança sólidas, fortalecimento da transparência e compromisso com o desenvolvimento sustentável da região. Ao fazê-lo, não apenas aprimoram sua reputação, mas também contribuem para o fortalecimento institucional e econômico da mesorregião como um todo.

Este estudo apresenta algumas limitações que abrem caminhos para futuras pesquisas. Em primeiro lugar, embora tenhamos avançado na compreensão da relação entre gerenciamento de resultados, *rating* corporativo e performance ESG em um contexto regional, os dados utilizados se restringem a um período e recorte geográfico específicos, o que pode limitar a

generalização dos resultados para outras regiões ou contextos econômicos. Recomendamos, portanto, que futuras pesquisas ampliem o escopo territorial, incluindo diferentes regiões do Brasil ou até comparações entre países emergentes, para verificar a consistência das relações observadas.

Outra limitação relevante diz respeito à não inclusão da variável exportação no modelo. Considerando que a atuação em mercados internacionais pode pressionar as empresas a adotarem práticas ESG mais rigorosas, seja por exigências regulatórias, competitividade ou expectativas dos *stakeholders* globais, é possível que a exportação desempenhe um papel moderador ou mediador nas relações aqui investigadas. Recentemente, Jesuka, Hernandes e Carvalho (2025) publicaram um estudo abordando os efeitos da sustentabilidade corporativa e da localização geográfica na exportação das empresas brasileiras, porém, não verificaram o efeito moderador da exportação na relação entre gerenciamento de resultados, *rating* corporativo e performance ESG. Sugerimos que estudos futuros explorem a interação entre práticas ESG e exportação, especialmente considerando as diferenças entre empresas que operam majoritariamente em mercados locais, regionais e globais. Tal abordagem pode revelar nuances importantes sobre como o posicionamento no mercado influencia a responsabilidade socioambiental corporativa.

Além disso, recomendamos que investigações futuras considerem o uso de métodos qualitativos ou mistos para aprofundar a compreensão sobre os mecanismos internos de decisão que levam as empresas a manipular resultados ou buscar *ratings* mais favoráveis, mesmo que em detrimento da sua verdadeira performance ESG. Estudos de caso, entrevistas com gestores e análises longitudinais poderiam complementar os achados quantitativos, oferecendo uma visão mais rica e contextualizada do fenômeno.

Por fim, sugerimos que novos estudos explorem o papel da governança regional, da maturidade institucional local e do nível de engajamento dos *stakeholders* como fatores condicionantes da eficácia das práticas ESG. Essas dimensões podem ajudar a entender por que determinadas empresas, mesmo sob as mesmas pressões regulatórias e de mercado, apresentam desempenhos ESG distintos.

CAPÍTULO 4: CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE

Esta tese teve como objetivo central investigar os efeitos do gerenciamento real de resultados (REM) e o *rating* de crédito – representada pelo *rating* soberano e pelo *rating* corporativo – sobre a performance ESG (ambiental, social e de governança) das empresas, considerando os contextos institucionais e regionais distintos. Para isso, foram desenvolvidos dois ensaios empíricos com enfoques complementares: o primeiro com uma perspectiva internacional, incluindo 11 países com diferentes tradições legais; e o segundo com foco nacional, examinando o caso brasileiro com ênfase em regiões específicas do país.

No primeiro ensaio, o objetivo foi de investigar os efeitos do gerenciamento real de resultados e do *rating* soberano sobre a performance ESG e seus três componentes, considerando as implicações dos ambientes institucionais, Common Law e Civil Law. Foi utilizado um modelo de regressão linear multinível aplicado a dados de empresas distribuídas em diversos países ao longo de 16 anos. Essa abordagem permitiu capturar variações tanto no nível firma quanto no nível país. A análise foi complementada por testes de robustez, com destaque para uma análise de sensibilidade com a exclusão da amostra de empresas dos Estados Unidos e a diferenciação entre práticas de REM positivo e negativo.

Já o segundo ensaio teve o objetivo de analisar a relação entre o gerenciamento real de resultados, o *rating* corporativo e a performance ESG das empresas brasileiras listadas na B3. Em uma abordagem regional, a amostra foi segmentada, dividindo as empresas em duas subamostras, sendo que a primeira foi composta por aquelas que possuem pelo menos uma sede, uma filial, uma planta, uma subsidiária ou qualquer forma de representação na mesorregião do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul; e a segunda, formada pelas demais empresas que não possuem presença nessas regiões. Foi adotado um modelo de dados em painel com efeitos fixos e, adicionalmente, o Método dos Momentos Generalizados (GMM) para mitigar a endogeneidade. A amostra contemplou 542 companhias brasileiras não financeiras, observadas entre 2010 e 2023. Após o recorte regional, identificaram-se 117 empresas com atuação nessas regiões e 425 sem atividades nesses locais.

Os principais achados revelam que o REM afeta significativamente a performance ESG, mas de forma distinta conforme o contexto. Em escala internacional, a manipulação dos resultados contábeis reduziu a performance ESG, sinalizando que esse tipo de prática contábil compromete o alinhamento das empresas com padrões sustentáveis. Entretanto, esse efeito foi condicionado pelo ambiente legal: em países de tradição Civil Law, o REM elevou artificialmente os indicadores ESG, ao passo que, em países de Common Law, o impacto foi

negativo e mais pronunciado. Além disso, o *rating* soberano exerceu papel moderador negativo relevante, funcionando como sinal de estabilidade institucional que, em certos contextos, compensou os efeitos adversos do REM.

No cenário nacional, o REM apresentou efeito positivo sobre o desempenho ESG, com destaque para os pilares ambiental e social. Contudo, no pilar de governança, a manipulação de resultados reduziu a qualidade das práticas corporativas, sugerindo um enfraquecimento da transparência e da integridade. O *rating* corporativo, por sua vez, contribuiu de forma consistente para o fortalecimento dos três pilares do ESG. No entanto, a interação entre REM e *rating* corporativo exerceu influência negativa sobre a performance ESG geral, revelando que a presença simultânea de boas avaliações de risco e práticas de manipulação contábil pode reduzir os benefícios esperados das classificações elevadas.

A análise regional trouxe nuances importantes. Nas mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, Sul de Goiás e Leste de Mato Grosso do Sul, o REM impactou negativamente a performance ESG, enquanto para as demais regiões o efeito foi positivo. Essas diferenças indicam que a localização geográfica e o ambiente institucional subnacional também moldam o comportamento das empresas frente à sustentabilidade e às finanças. Notavelmente, mesmo em contextos de gerenciamento contábil, o *rating* corporativo atuou como atenuador dos impactos negativos, especialmente sobre o pilar social.

De forma geral, esta tese oferece contribuições relevantes ao debate acadêmico e prático. Ao integrar teorias da agência, dos *stakeholders* e da sinalização, os dois ensaios aprofundam a compreensão sobre como fatores contábeis e institucionais afetam o compromisso das empresas com práticas ESG. A distinção entre ambientes legais e regionais amplia a compreensão das motivações e efeitos do gerenciamento de resultados, mostrando que seus impactos não são uniformes e dependem do contexto institucional. Os achados também ressaltam o papel estratégico dos *ratings* – soberano e corporativo – como mecanismos de credibilidade que podem reforçar ou mitigar os efeitos do comportamento oportunista das empresas.

Do ponto de vista prático, os resultados sugerem que gestores devem considerar os impactos reputacionais e financeiros associados ao gerenciamento de resultados, especialmente em contextos em que a performance ESG é valorizada por investidores e outros *stakeholders*. Para investidores, as conclusões reforçam a importância de uma análise crítica das informações ESG divulgadas, dado o risco de distorções decorrentes de práticas gerenciais. Reguladores e formuladores de políticas públicas, por sua vez, devem atentar para a necessidade de fortalecer

os mecanismos de governança, fiscalização e transparência, sobretudo em ambientes institucionais mais frágeis.

A tese possui algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados, mas que também abrem caminhos relevantes para investigações futuras. No primeiro ensaio, a amostra foi limitada a 11 países, o que pode restringir a generalização dos achados, especialmente diante das heterogeneidades institucionais, culturais e econômicas que caracterizam os diferentes contextos nacionais. Além disso, a ausência da variável *rating* corporativo, devido à indisponibilidade de dados na base da Thomson Reuters, representa uma limitação importante do estudo multipaís, uma vez que tal variável poderia trazer contribuições adicionais à compreensão das dinâmicas entre gerenciamento de resultados e performance ESG, no contexto global.

Outra limitação relevante diz respeito ao recorte geográfico e temporal adotado. Embora os dados analisados tenham permitido avanços na compreensão da relação entre práticas de gerenciamento de resultados, *ratings* soberanos e desempenho ESG em ambientes específicos, os achados não podem ser generalizados de forma ampla para outras regiões ou períodos históricos. Sugere-se, portanto, que futuras pesquisas ampliem o escopo territorial e temporal, incluindo comparações entre países emergentes e desenvolvidos, bem como análises longitudinais que considerem o impacto de mudanças institucionais e conjunturais ao longo do tempo. Adicionalmente, a ausência da variável exportação no modelo constitui outra limitação. Considerando que a atuação em mercados internacionais pode pressionar as empresas a adotar práticas ESG mais robustas, seja por exigências regulatórias, competitividade ou expectativas de stakeholders globais, futuras investigações poderiam incorporar essa variável como fator moderador ou mediador.

Do ponto de vista metodológico, recomenda-se que pesquisas futuras combinem abordagens quantitativas com métodos qualitativos ou mistos, como estudos de caso e entrevistas com gestores. Tais estratégias podem enriquecer a compreensão dos mecanismos internos que levam as empresas a manipular resultados ou a buscar avaliações favoráveis, mesmo que em detrimento da autenticidade de seu desempenho socioambiental. Além disso, sugere-se a investigação mais aprofundada sobre o vínculo entre desempenho ESG e a geração de valor para as empresas, uma lacuna não explorada neste estudo. Entender como práticas ESG impactam o valor econômico, a reputação corporativa e a atratividade para investidores em diferentes setores e níveis de governança pode contribuir significativamente para o campo da contabilidade e finanças sustentáveis.

Por fim, propõe-se que futuros estudos considerem o papel da governança regional, da maturidade institucional local e do engajamento dos stakeholders como fatores condicionantes da eficácia das práticas ESG. Também seria relevante explorar a influência de heranças históricas, como a distinção entre países colonizadores e colonizados, sobre o ambiente institucional e o comportamento corporativo. Tal abordagem pode oferecer insights valiosos sobre os fatores estruturais que moldam as práticas empresariais em contextos de desenvolvimento distintos.

REFERÊNCIAS

- Abdelbaky, A., Liu, T., Mingyang, X., Shahzad, M.F. and Hassanein, A. (2025), Real Earnings Management and ESG Performance in China: The Mediating Role of Corporate Innovations. *Int J Fin Econ.* <https://doi.org/10.1002/ijfe.3074>
- Abdullah, Zhu, N., Hashmi, M. A., & Shah, M. H. (2024). CEO power, board features and ESG performance: An extensive novel moderation analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 5627-5655. <https://doi.org/10.1002/csr.2886>
- Ahmad, A. (2015). Business intelligence for sustainable competitive advantage. In *Sustaining competitive advantage via business intelligence, knowledge management, and system dynamics. Advances in Business Marketing & Purchasing*, Emerald Group Publishing Limited. 22A, 3-220. <https://doi.org/10.1108/S1069-096420150000022014>
- Akmal, M., Rashid, A., & Amin, S. (2022). Corporate Governance and Information Asymmetry. *Forman Journal of Economic Studies*, 18(2). <https://doi.org/10.32368/FJES.20221808>
- Al-Amosh, H., Khatib, S. F., Alkurdi, A., & Bazhair, A. H. (2022). Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>
- Al-Haddad, L. & Whittington, M. (2019), The impact of corporate governance mechanisms on real and accrual earnings management practices: evidence from Jordan, *Corporate Governance*, 19(6) 1167-1186. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2018-0183>
- Alissa, W., Bonsall Iv, S. B., Koharki, K., & Penn Jr, M. W. (2013). Firms' use of accounting discretion to influence their credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 129-147. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.01.001>
- Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910. <https://doi.org/10.3390/su12093910>
- Adeneye, Y.B., Kammoun, I. & Ab Wahab, S.N.A. (2022), Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0060>
- Adeneye, Y., & Kammoun, I. (2022). Real earnings management and capital structure: Does environmental, social and governance (ESG) performance matter?. *Cogent Business & Management*, 9(1), 1-22. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2130134>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial analysts journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>

- Angelova, D., Bosello, F., Bigano, A., 195iggve, S. (2021). Sovereign rating methodologies, ESG and climate change risk: an overview. *ESG and climate change risk: an overview (May 4, 2021)*. Working Papers Department of Economics Ca' Foscari University of Venic e No. 15 / WP/2021.
- Annisa, E., & Ningsih, S. (2021). The Effect of Credit Rating, Discretionary Accrual, And Financial Distress on Credit Facilities in Manufacturing Companies in Indonesia. *JDE (Journal of Developing Economies)*, 6(2), 308-322. <http://dx.doi.org/10.20473/jde.v6i2.24522>
- Arici, H. E., Aladag, O. F., & Koseoglu, M. A. (2024). How does CEO duality influence ESG scores in hospitality and tourism companies? Confounding roles of governance mechanisms and financial indicators. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 10963480241266154. <https://doi.org/10.1177/10963480241266154>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 203-243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Ashrafi, M., Adams, M., Walker, T. R., & Magnan, G. (2018). How corporate social responsibility can be integrated into corporate sustainability: A theoretical review of their relationships. *International Journal of Sustainable Development & World Ecology*, 25(8), 672-682. <https://doi.org/10.1080/13504509.2018.1471628>
- Aslan, A., Poppe, L., & Posch, P. (2021). Are sustainable companies more likely to default? Evidence from the dynamics between credit and ESG ratings. *Sustainability*, 13(15), 8568. <https://doi.org/10.3390/su13158568>
- Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of business ethics*, 117(4), 679-694. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
- Bae, S., Masud, Md., & Kim, J. (2018). A Cross-Country Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective. *Sustainability*, 10(8), 2611. <http://dx.doi.org/10.3390/su10082611>
- Bajaj, V., Kumar, P., & Singh, V. K. (2022). Linkage dynamics of sovereign credit risk and financial markets: A bibliometric analysis. *Research in International Business and Finance*, 59, 101566. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101566>
- Barros, V., Matos, P. V., Sarmento, J. M., & Vieira, P. R. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121338. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121338>
- Bazanini, R., Vilanova, M. E. M., Margueiro, E. A., Ryngelblum, A. L., & dos Santos, A. J. P. (2023). The controversies about the relevance os ESG from the perspective of value creation in the stakeholders capitalismo model. *Journal on Innovation and Sustainability RISUS*, 14(2), 50-66. <https://doi.org/10.23925/2179-3565.2023v14i2p50-66>

- Beck, D., & Ferasso, M. (2023). How can stakeholder capitalism contribute to achieving the Sustainable Development Goals? A Cross-network literature analysis. *Ecological Economics*, 204, 107673. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2022.107673>
- Bergquist, S., & Sletten, M. L. (2020). The bidirectional relationship between ESG and earnings management in Norway (Master's thesis, Handelshøyskolen BI). Disponível em:<https://biopen.bi.no/bimlui/bitstream/handle/11250/2687943/2598028.pdf?sequence=1>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Macroeconomic and institutional factors, debt composition and capital structure of Latin American companies. *BBR. Brazilian Business Review*, 15, 152-174. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>
- Bhaskaran, R. K., Ting, I. W. K., Sukumaran, S. K., & Sumod, S. D. (2020). Environmental, social and governance initiatives and wealth creation for firms: An empirical examination. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 710-729. <https://doi.org/10.1002/mde.3131>
- Boateng, S. L. (2019), Online relationship marketing and customer loyalty: a signaling theory perspective, *International Journal of Bank Marketing*, 37(1), 226-240. <https://doi.org/10.1108/IJBM-01-2018-0009>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2021). Exploring relationship between sustainability and firm performance in travel and tourism industry: a global evidence. *Social Responsibility Journal*. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0360>
- Buallay, A. (2019), Between cost and value: Investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance, *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 481-496. <https://doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0137>
- Cai, K., Zhu, S. X., & Zhu, H. (2025). Does Corporate Social Responsibility Facilitate Credit Ratings: Evidence from Rule 144A Bonds. *Finance Research Letters*, 106954. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106954>
- Cantor, Richard, and Frank Packer (2996). Sovereign risk assessment and agency credit ratings. *European financial management* 2(2), 247-256. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1996.tb00040.x>
- Cariola, A., Fasano, F., La Rocca, M., & Skatova, E. (2020). Environmental sustainability policies and the value of debt in EU SMEs: Empirical evidence from the energy sector. *Journal of Cleaner Production*, 275, 123133. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.123133>
- Carroll, A.B. (1979), A three-dimensional conceptual model of corporate performance, *The Academy of Management Review*, 4(4), 497-505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>

- Cash, D. (2018). Can credit rating agencies play a greater role in corporate governance disclosure? *Corporate Governance*, 18(5), 954-964. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0150>
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility?. *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125-169. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>
- Chen, S. S., Chen, H. Y., Chang, C. C., & Yang, S. L. (2016). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. *Journal of Banking & Finance*, 64, 90-100. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.012>
- Chen, R. C., & Hung, S. W. (2021). Exploring the impact of corporate social responsibility on real earning management and discretionary accruals. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 333-351. <https://doi.org/10.1002/csr.2052>
- Chen, S. L., Wang, D. N., & Chen, H. W. (2025). The Impact of ESG Factors on Credit Ratings: An Empirical Study of European Banks. *International Review of Economics & Finance*, 104056. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104056>
- Chandrakant, R., & Rajesh, R. (2023). Social sustainability, corporate governance, and sustainability performances: an empirical study of the effects. *Journal of Ambient Intelligence and Humanized Computing*, 14(7), 9131-9143. <https://doi.org/10.1007/s12652-022-04417-4>
- Chodnicka-Jaworska, P. (2021). ESG as a Measure of Credit Ratings. *Risks*, 9(12), 226. <https://doi.org/10.3390/risks9120226>
- Chouaibi, S., Chouaibi, J., & Rossi, M. (2021). ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. *EuroMed Journal of Business*. 17(1), 46-71. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2020-0101>
- 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>
- Clementino, E., & Perkins, R. (2021). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171(2), 379-397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Cotei, C., Farhat, J., & Abugri, B. A. (2011). Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? *Managerial Finance*. 37(8), 715-735. <https://doi.org/10.1108/0307435111146193>

- Cyert, R. M., Feigenbaum, E. A., & March, J. G. (1959). Models in a behavioral theory of the firm. *Behavioral Science*, 4(2), 81-95. <https://doi.org/10.1002/bs.3830040202>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr-00000005>
- Diab, A., & Eissa, A. M. (2023). ESG performance, auditor choice, and audit opinion: Evidence from an emerging market. *Sustainability*, 16(1), 124. <https://doi.org/10.3390/su16010124>
- Dicuonzo, G., Donofrio, F., Ranaldo, S., & De'l'Attì, V. (2022). The effect of innovation on environmental, social and governance (ESG) practices. *Meditari Accountancy Research*, (ahead-of-print) <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2020-1120>.
- Dietz S, Bowen A, Dixon C, Gradwell P (2016) Climate value at risk of global financial assets. *Nature Climate Change*. 6, 676–679. <https://doi.org/10.1038/nclimate2972>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Galema, R., & Gerritsen, D. (2025). ESG rating changes and stock returns. *Journal of International Money and Finance*, 154, 103309. <https://doi.org/10.1016/j.jimfin.2025.103309>
- Ghabri, Y. (2022). Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison. *Studies in Economics and Finance*. 39(2), 256-278. <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2021-0404>
- Gonçalves, T., Gaio, C., & Ferro, A. (2021). Corporate social responsibility and earnings management: Moderating impact of economic cycles and financial performance. *Sustainability*, 13(17), 9969. <https://doi.org/10.3390/su13179969>
- Gooda, A., Guotai, C. and Hassanein, A. (2025), "The interplay of real earnings management, internal control and credit ratings in China", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-10-2024-0762>
- Grimaldi, F., Caragnano, A., Zito, M., & Mariani, M. (2020). Sustainability engagement and earnings management: The Italian context. *Sustainability*, 12(12), 4881. <https://doi.org/10.3390/su12124881>
- Fabozzi, F.J., Ng, P.W. & Tunaru, D.E. (2021). The impact of corporate social responsibility on corporate financial performance and credit ratings in Japan. *Journal of Asset Management*, 22, 79–95 <https://doi.org/10.1057/s41260-021-00204-6>

- Fávero, L. P. L., & Confortini, D. (2010). Modelos multinível de coeficientes aleatórios e os efeitos firma, setor e tempo no mercado acionário Brasileiro. *Pesquisa Operacional*, 30, 703-727. <https://doi.org/10.1590/S0101-74382010000300011>
- Feng, Z., & Wu, Z. (2021). ESG disclosure, REIT debt financing and firm value. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1-35. <https://doi.org/10.1007/s11146-021-09857-x>
- Fisher-Vanden, K., & Thorburn, K. S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and management*, 62(3), 430-445. <https://doi.org/10.1016/j.jeem.2011.04.003>
- Foss, N. J. (Ed.). (2000). *The theory of the firm: Critical perspectives on business and management* (Vol. 4). Taylor & Francis.
- Freeman, R.E. (2015). Stakeholder theory, *Wiley Encyclopedia of Management*, John Wiley & Sons, pp. 1-6
- Freguete, L. M., Nossa, V., & Funchal, B. (2015). Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 232-248. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151873>
- Garfatta, R. (2021). Corporate social responsibility and earnings management: evidence from Saudi Arabia after mandatory IFRS adoption. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(9), 189-199. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no9.0189>
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Khan, S. A., & Martínez-Ferrero, J. (2020). Managerial entrenchment, corporate social responsibility, and earnings management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1818-1833. <https://doi.org/10.1002/csr.1928>
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2019). Corporate sustainability, capital markets, and ESG performance. *Individual behaviors and technologies for financial innovations*, 287-309. https://doi.org/10.1007/978-3-319-91911-9_13
- Gao, W., Ng, L. & Wang, Q. (2011), Does corporate headquarters location matter for firm capital structure. *Financial Management*, 40(1), 113-138. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01136.x>
- Ghabri, Y. (2022). Legal protection systems, corporate governance and firm performance: a cross-country comparison. *Studies in Economics and Finance*. 39(2), 256-278. <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2021-0404>
- Gholami, A., Sands, J., & Shams, S. (2022). Corporates' sustainability disclosures impact on cost of capital and idiosyncratic risk. *Meditari Accountancy Research*. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2020-0926>
- Gill, A., Biger, N., Mand, H. S., & Mathur, N. (2013). Earnings management, firm performance, and the value of Indian manufacturing firms. *International Research*

Journal of Finance and Economics, 116(1), 121-131. Disponível em:
<http://www.internationalresearchjournaloffinanceandeconomics.com>

Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>

Granot, H. (1998). The dark side of growth and industrial disasters since the Second World War. *Disaster Prevention and Management: An International Journal*, 7(3), 195-204. <https://doi.org/10.1108/09653569810223281>

Gray, S.J. (1988). Towards a theory of cultural influence on the development of accounting system internationally, *Abacus*, 24(1), 1-15. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1988.tb00200.x>

Grimaldi, F., Caragnano, A., Zito, M., & Mariani, M. (2020). Sustainability engagement and earnings management: The Italian context. *Sustainability*, 12(12), 4881. <https://doi.org/10.3390/su12124881>

Godoy Tena, F. (2019). Los subsistemas jurídicos británicos (derecho consuetudinario inglés o common law) y el sistema judicial español (civil law). *Boletín mexicano de derecho comparado*, 52(154), 513-538. http://dx.doi.org/10.22201/ijj.24484873e.2019.154.141_52

González-Pozo, R., Arenas-Parra, M., Quiroga-García, R., & Bilbao-Terol, A. (2025). A proposal for refining the ESG methodology used by rating agencies. *International Transactions in Operational Research*, 32(4), 2003-2033. <https://doi.org/10.1111/itor.13550>

Habib, A. M. (2024). Does real earnings management affect a firm's environmental, social, and governance (ESG), financial performance, and total value? A moderated mediation analysis. *Environment, Development and Sustainability*, 26(11), 28239-28268. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03809-6>

Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of cleaner production*, 59, 5-21. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.07.005>

Han, S., Kang, T., Salter, S., & Yoo, Y. K. (2010). A cross-country study on the effects of national culture on earnings management. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 123-141. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.78>

Handayati, P., Tham, Y. H., Yuningsih, Y., Sun, Z., Nugroho, T. R., & Rochayatun, S. (2025). ESG performance and corporate governance—The moderating role of the Big Four auditors. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(1), 31. <https://doi.org/10.3390/jrfm18010031>

Harrison, J. S., Freeman, R. E., & Abreu, M. C. S. D. (2015). Stakeholder theory as an ethical approach to effective management: Applying the theory to multiple contexts. *Revista*

brasileira de gestão de negócios, 17, 858-869.
<https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i55.2647>

Haryono, U., Iskandar, R., Paminto, A., & Ulfah, Y. (2016). Sustainability performance: It's impact on risk and value of the firm. *Corporate Ownership & Control*, 14(1), 278-286. <https://pdfs.semanticscholar.org/6646/84d218189ba0c4dfd71f065f13d8257976bd.pdf>

Hajek, P., Sahut, J. M., & Myskova, R. (2024). Predicting corporate credit ratings using the content of ESG reports. *Annals of Operations Research*, 1-28. <https://doi.org/10.1007/s10479-024-06385-8>

Hill, P., Korczak, A., & Wang, S. (2018). The Veracity of Insider Trading Signals in Financially Distressed Firms. Disponível em SSRN 2915026. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2915026>

Hofstede, G. (1983). The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of international business studies*, 14(2), 75-89. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490867>

Hong, S., Kim, W., Lee, J., & Oh, F. D. (2022). Credit ratings and corporate risk-taking behavior: evidence from Korea. *Applied Economics Letters*, 1-8. <https://doi.org/10.1080/13504851.2022.2095336>

Howard-Grenville, J. (2021). ESG impact is hard to measure-but it's not impossible. *Harvard Business Review*, Disponível em: <https://hbr.org/2021/01/esg-impact-is-hard-to-measure-but-its-not-impossible> Acesso em 28/06/2022.

Hübel, B. (2022). Do markets value ESG risks in sovereign credit curves?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 85, 134-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.11.003>

Husted, B. W., & de Sousa-Filho, J. M. (2017). The impact of sustainability governance, country stakeholder orientation, and country risk on environmental, social, and governance performance. *Journal of cleaner production*, 155, 93-102. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.10.025>

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of international business studies*, 43(9), 834-864. <https://doi.org/10.1057/jibs.2012.26>

Islam, R., Haque, Z., & Moutushi, R. H. (2022). Earnings quality and financial flexibility: A moderating role of corporate governance. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2097620. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2097620>

Ivković, Z., Weisbenner, S. (2005), Information content of the geography of individual investors' common stock investments. *The Journal of Finance*, 60(1), 267-306.

Jang, G. Y., Kang, H. G., Lee, J. Y., & Bae, K. (2020). ESG scores and the credit market. *Sustainability*, 12(8), 3456. <https://doi.org/10.3390/su12083456>

- Jiang, H., Habib, A., & Wang, S. (2018). Real earnings management, institutional environment, and future operating performance: An international study. *The International Journal of Accounting*, 53(1), 33-53. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.02.004>
- Jeffrey, S., Rosenberg, S., & McCabe, B. (2018). Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation. *Social Responsibility Journal*, 15(3), 395-408. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0255>
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. Disponível em: <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/97815191157-9/theory-firm-managerial-behavior-agency-costs-ownership-structure-michael-jensen-william-meckling>
- Jerbeen, M., & Alnori, F. (2020). Corporate Geographical Location and Capital Structure: Evidence from an Emerging Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(3), 174. <https://doi.org/10.32479/ijefi.9772>
- Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2022). Corporate governance and firm performance: does sovereign rating matter?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(2), 243-256. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0369>
- Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2023). Governança Corporativa, Rating Soberano, Alavancagem e Desempenho da Firma: uma Análise em Nível Regional. *Revista de Administração, Sociedade e Inovação*, 9(1), 67-85. <https://doi.org/10.20401/rasi.9.1.669>
- Jesuka, D., Aparecida Cunha, M., Maria Lima Silva Borsatto, J., & Alves Araújo, A. (2025). The Impact of Green Innovation and ESG Performance on Firm Debt. *Brazilian Business Review*, 22, 1-24. <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.1610.en>
- Jesuka, D., Hernandes Júnior, M. and Carvalho, L. (2025). The effects of corporate sustainability, ownership structure and the COVID-19 crisis on firm export: evidence from Brazil, *Corporate Governance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2023-0528>
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management*, 43(3), 505-531. <https://doi.org/10.1111/fima.12044>
- John, K., Knyazeva, A., Knyazeva, D. (2011), Does geography matter? Firm location and corporate payout policy. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 533-551. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.014>
- Jordaan, L. A., De Clerk, M., & De Villiers, C. J. (2018). Corporate social responsibility and earnings management of South African companies. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), 1-13. <https://hdl.handle.net/10520/EJC-de8addf3>

- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Joubert, H. (2020). Is the effect of board diversity on CSR diverse? New insights from one-tier vs two-tier corporate board models. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 21(1), 23-61. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2020-0277>
- Karampatsas, N., Aktas, N., & Witkowski, A. (2021). Do Firms Adjust Corporate Social Responsibility Engagement After a Focal Change in Credit Ratings? *Business & Society*. 1–39. <https://doi.org/10.1177/00076503211053008>
- Khatib, S. F. (2024). An assessment of methods to deal with endogeneity in corporate governance and reporting research. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2023-0507>
- Khalid, F., Razzaq, A., Ming, J., & Razi, U. (2022). Firm characteristics, governance mechanisms, and ESG disclosure: how caring about sustainable concerns?. *Environmental Science and Pollution Research*, 1-14. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-21489-z>
- Kim, Yongtae, Haidan Li & Siqi Li. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking and Finance* 43: 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The accounting review*, 87(3), 761-796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Klusak, P., Agarwala, M., Burke, M., Kraemer, M., & Mohaddes, K. (2021). *Rising temperatures, falling ratings: The effect of climate change on sovereign creditworthiness*. Australian National University, Crawford School of Public Policy, Centre for Applied Macroeconomic Analysis (No. 158). *Working Paper* 34/2021. p.52. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/resrep32424>
- Kothari, S. P., Mizik, N., & Roychowdhury, S. (2016). Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. *The Accounting Review*, 91(2), 559-586. <https://doi.org/10.2308/accr-51153>
- Kountura, R., Djohanputro, B., & Sari, M. (2021). Past performance and earning management: The moderating effect of employee relative earning. *Accounting*, 7(2), 349-356. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.11.018>
- Kromidha, E., & Li, M. C. (2019). Determinants of leadership in online social trading: A signaling theory perspective. *Journal of Business Research*, 97, 184-197. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.01.004>

- Kuzey, C., & Uyar, A. (2017). Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of cleaner production*, 143, 27-39. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.12.153>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lajnef, K., & Ellouz, S. (2024). Mediation effect of earnings management techniques on the relationship between CSR and corporate performance: evidence from the civil law countries. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1-21. <https://doi.org/10.1057/s41310-023-00219-y>
- Lee, J., Lee, K., & Oh, F. D. (2024). Credit ratings and corporate ESG behavior. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 98, 101938. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2024.101938>
- Lee, M. T., Raschke, R. L., & Krishen, A. S. (2022). Signaling green! firm ESG signals in an interconnected environment that promote brand valuation. *Journal of Business Research*, 138, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.08.061>
- Lemma, T. T., Lulseged, A., Mlilo, M., & Negash, M. (2020). Political stability, political rights and earnings management: some international evidence. *Accounting Research Journal*. 33(1), 57-74. <https://doi.org/10.1108/ARJ-11-2017-0182>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lin, Y., Zhang, B., & Zhang, Z. (2020). Earnings Management upon a Sovereign Downgrade. Available at SSRN 3516414. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3516414
- Loughran, T., Schultz, P. (2006). *Asymmetric Information, Firm Location, and Equity issuance*. Unpublished Working Paper. United States: University of Notre Dame.
- Loughran, T. (2008). The impact of firm location on equity issuance. *Financial Management*, 1(37), 1-21. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00004.x>
- Lokuwaduge, C. S. D. S., & Heenetigala, K. (2016). Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure for a Sustainable Development: An Australian Study. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438–450. <https://doi.org/10.1002/bse.1927>

- Lu, J., Xu, B., & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. *Management International Review*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1007/s11575-009-0004-9>
- Maama, H. (2020). Institutional environment and environmental, social and governance accounting among banks in West Africa. *Meditari Accountancy Research*. 29(6), 1314-1336. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-02-2020-0770>
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 162 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>
- Medeiros, A. W., & Mol, A. L. R. (2017). Tangibilidade e intangibilidade na identificação do desempenho persistente: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 184-202. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017150259>
- Miiller, D. L., & Martinez, A. L. (2016). Book-tax difference, earnings management and bond ratings in the Brazilian Market. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 91-109. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016323>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG performance and shareholder value creation in the banking industry: International differences. *Sustainability*, 11(5), 1404. <https://doi.org/10.3390/su11051404>
- Mishra, L. (2021). Corporate social responsibility and sustainable development goals: A study of Indian companies. *Journal of Public Affairs*, 21(1), 01-13. <https://doi.org/10.1002/pa.2147>
- Mooneeapen, O., Abhayawansa, S., & Khan, N. M. (2022). The influence of the country governance environment on corporate environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(4), 953-985. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2021-0298>
- Mutuc, E. B., Lee, J. S., & Tsai, F. S. (2019). Doing good with creative accounting? Linking corporate social responsibility to earnings management in market economy, country and business sector contexts. *Sustainability*, 11(17), 4568. <https://doi.org/10.3390/su11174568>
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., Nagati, H., & Chtioui, T. (2021). ESG performance and market value: the moderating role of employee board representation. *The International Journal of Human Resource Management*, 32(14), 3061-3087. <https://doi.org/10.1080/09585192.2019.1629989>
- Ntsalaze, Z., Boako, G., & Alagidede, P. (2017). The impact of sovereign credit ratings on corporate credit ratings in South Africa. *African Journal of Economic and Management Studies*. 8(2), 126-146. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-07-2016-0100>

- Nurunnabi, M., Esquer, J., Munguia, N., Zepeda, D., Perez, R., & Velazquez, L. (2020). Reaching the sustainable development goals 2030: Energy efficiency as an approach to corporate social responsibility (CSR). *GeoJournal*, 85(2), 363-374. <https://doi.org/10.1007/s10708-018-09965-x>
- Osma, B. G., Gomez-Conde, J., & Lopez-Valeiras, E. (2022). Management control systems and real earnings management: Effects on firm performance. *Management Accounting Research*, 55, 100781. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2021.100781>
- Paredes, A.A.P. & Wheatley, C. (2017), The influence of culture on real earnings management”, *International Journal of Emerging Markets*, 12(1), 38-57. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-12-2014-0218>
- Pathak, R., & Gupta, R. D. (2022). Environmental, social and governance performance and earnings management–The moderating role of law code and creditor's rights. *Finance Research Letters*, 47, 102849. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102849>
- Pulino, C. S.; Ciaburri, M.; Magnanelli, B.S.; Nasta, L. (2022) Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability*, 14, 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199-1214. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>
- Ranjitha, A. and Madhumathi, R. (2019), Relationship between firm valuation, business practices and earnings management: a meta-analysis, *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 14(1), 115-134. <https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/29367/>
- 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. https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/2/2021_02_0059_0125.pdf
- Rooh, S.; Zahid, M.; Malik, M. F. & Tahir, M. (2021). Corporate Governance Characteristics and Environmental, Social & Governance (ESG) Performance: Evidence from the Banking Sector of Pakistan. *Journal of Business & Tourism*, 7(1), 35–50. <https://doi.org/10.34260/jbt.v7i1.218>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Ruhnke, K., & Gabriel, A. (2013). Determinants of voluntary assurance on sustainability reports: an empirical analysis. *Journal of Business Economics*, 83(9), 1063-1091. <https://doi.org/10.1007/s11573-013-0686-0>

- Saadaoui, K., & Soobaroyen, T. (2018). An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9 (1), 43–62. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2016-0031>
- Sachs, J. D., Schmidt-Traub, G., Mazzucato, M., Messner, D., Nakicenovic, N., & Rockström, J. (2019). Six transformations to achieve the sustainable development goals. *Nature sustainability*, 2(9), 805-814. <https://doi.org/10.1038/s41893-019-0352-9>
- Safiullah, M., Nguyen, L. T. M., Houqe, M. N., & Batten, J. (2025). Carbon assurance: Does it have an impact on credit ratings?. *Accounting & Finance*. <https://doi.org/10.1111/acfi.70000>
- Salhi, B., Riguen, R., Kachouri, M., & Jarboui, A. (2019). The mediating role of corporate social responsibility on the relationship between governance and tax avoidance: UK common law versus French civil law. *Social Responsibility Journal*. 16(8), 1149-1168. <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2019-0125>
- Salvia, A. L., Leal Filho, W., Brandli, L. L., & Griebeler, J. S. (2019). Assessing research trends related to Sustainable Development Goals: Local and global issues. *Journal of cleaner production*, 208, 841-849. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.09.242>
- Sardana, D., Gupta, N., Kumar, V., & Terziovski, M. (2020). CSR ‘sustainability’ practices and firm performance in an emerging economy. *Journal of Cleaner Production*, 258, 120766. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120766>
- Shad, M. K., Lai, F. W., Fatt, C. L., Klemeš, J. J., & Bokhari, A. (2019). Integrating sustainability reporting into enterprise risk management and its relationship with business performance: A conceptual framework. *Journal of Cleaner production*, 208, 415-425. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.10.120>
- Shkura, I. (2019). The regional peculiarities of SRI development. *Journal of Economics and Management*, 37, 107-138. <https://intapi.sciendo.com/pdf/10.22367/jem.2019.37.06>
- Silva, A. R. P., do Nascimento, Í. C. S., Moreira, C. S., & de Melo, G. C. V. (2022). Sustentabilidade Empresarial e Remuneração Executiva: Análise em Empresas Listadas na B3. *REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade*, 12(1), 74-86. <https://doi.org/10.18696/reunir.v12i1.1017>
- Silveira, M. A. P. da, Malaquias, R. F., Pimenta, M. L., & Romeiro, M. do C. (2024). Regionalidade e desenvolvimento: o papel da gestão. *Gestão & Regionalidade*, 40(Especial), e20249713. <https://doi.org/10.13037/gr.vol40.e20249713>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Steigenberger, N., & Wilhelm, H. (2018). Extending signaling theory to rhetorical signals: Evidence from crowdfunding. *Organization Science*, 29(3), 529-546. <https://doi.org/10.1287/orsc.2017.1195>

- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67. <https://www.ijtef.com/vol7/501-FR00013.pdf>
- Tsalis, T. A., Malamateniou, K. E., Koulouriotis, D., & Nikolaou, I. E. (2020). New challenges for corporate sustainability reporting: United Nations' 2030 Agenda for sustainable development and the sustainable development goals. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1617-1629. <https://doi.org/10.1002/csr.1910>
- Turrent, G. D. C. B., & García, M. L. S. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios gerenciales*, 31(136), 275-286. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2015.02.001>
- Velte, P. (2019). The bidirectional relationship between ESG performance and earnings management – empirical evidence from Germany, *Journal of Global Responsibility*, 10(4), 322-338. <https://doi.org/10.1108/JGR-01-2019-0001>
- Velte, P. (2021). Environmental performance, carbon performance and earnings management: Empirical evidence for the European capital market. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 42-53. <https://doi.org/10.1002/csr.2030>
- Viana Jr, D. B. C., Lourenço, I. M. E. C., Ohlson, M., & de Lima, G. A. S. (2021). National culture and earnings management in developed and emerging countries. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 12(1), 150-186. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2020-0323>
- Vincentiis, P. (2022). Do international investors care about ESG news? *Qualitative Research in Financial Markets*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2021-0184>
- Wang, D., & Esqueda, O. A. (2014). National cultural effects on leverage decisions: Evidence from emerging-market ADRs. *Research in International Business and Finance*, 31, 152-177. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.006>
- Wang, X., Johnson, L., Wang, J. (2016), Geography and capital structure. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 35(1), 107-122. <https://doi.org/10.1002/cjas.1383>
- Wartick, S.L. and Cochran, P.L. (1985), The evolution of the corporate social performance-model, *The Academy of Management Review*, 10(4), 758-769 <https://doi.org/10.5465/amr.1985.4279099>
- Weber, O., Scholz, R. W., & Michalik, G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business strategy and the environment*, 19(1), 39-50. <https://doi.org/10.1002/bse.636>

- Williams, I. D., & Blyth, M. (2023). Autogeddon or autoheaven: Environmental and social effects of the automotive industry from launch to present. *Science of the Total Environment*, 858, 159987. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2022.159987>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Xi, J., & Xiao, H. (2022). Relation among corporate environmental disclosure, earnings management and accounting conservatism: evidence from Chinese listed firms. *Managerial Auditing Journal*. 37(5), 565-593. <https://doi.org/10.1108/MAJ-05-2021-3129>
- Xiao, D., & Yu, X. (2025). How do credit ratings affect corporate investment efficiency? *International Journal of Finance & Economics*, 30(1), 330-351. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2920>
- Xu, J., Liu, F. & Shang, Y. (2021). R&D investment, ESG performance and green innovation performance: evidence from China, *Kybernetes*, 50(3), 737-756. <https://doi.org/10.1108/K-12-2019-0793>
- Yadav, N., & Kumar, S. (2025). Mandatory CSR expenditure regulation and credit ratings: Evidence from India. *Finance Research Letters*, 106811. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106811>
- Yamen, A., Kuzey, C., & Dinc, M. S. (2021). Culture, institutional quality and earnings management: an international evidence. *EuroMed Journal of Business*. 17(1),72-87. <https://doi.org/10.1108/EMJB-06-2020-0068>
- Zhang, F., Qin, X., & Liu, L. (2020). The interaction effect between ESG and green innovation and its impact on firm value from the perspective of information disclosure. *Sustainability*, 12(5), 1866. <https://doi.org/10.3390/su12051866>