

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

ANA CLAUDIA SANTO LIMA PINHEIRO

**O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE DAS INFORMAÇÕES ESG NO
DESEMPENHO ORGANIZACIONAL E NA QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS**

UBERLÂNDIA
2026

ANA CLAUDIA SANTO LIMA PINHEIRO

**O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE DAS INFORMAÇÕES ESG NO
DESEMPENHO ORGANIZACIONAL E NA QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito para obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Área concentração: Contabilidade Societária

Orientadora: Profa. Dra. Sirlei Lemes

**UBERLÂNDIA
2026**



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

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

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



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico Número 057 - PPGCC				
Data:	20 de fevereiro de 2026	Hora de início:	08:30 horas	Hora de encerramento:	11:10 horas
Matrícula do Discente:	12213CCT003				
Nome do Discente:	Ana Claudia Santo Lima Pinheiro				
Título do Trabalho:	O efeito do tom e da legibilidade das informações ESG no desempenho organizacional e na qualidade das informações contábeis				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade Financeira				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC04 - Contabilidade Internacional e Financeira				

Reuniu-se, por meio do sistema de web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores(as) Doutores(as): Neirilaine Silva de Almeida- UFU, Patrícia de Souza Costa- UFU, Carlos Henrique Silva do Carmo - UFG, Marcelle Colares Oliveira- UFC e Sirlei Lemes - UFU, orientadora da candidata.

Iniciando os trabalhos, a presidente da mesa, Sirlei Lemes, apresentou a Comissão Examinadora e a candidata, agradeceu a presença do público, e concedeu a 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(às) examinadores(as), que passaram a arguir a candidata. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando a candidata:

APROVADA

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título descrito na tabela acima. O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

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



Documento assinado eletronicamente por **Sirlei Lemes, Presidente**, em 20/02/2026, às 11:30, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Neirilaine Silva de Almeida, Professor(a) do Magistério Superior**, em 20/02/2026, às 11:41, 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 **Patricia de Souza Costa, Professor(a) do Magistério Superior**, em 20/02/2026, às 13:15, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **CARLOS HENRIQUE SILVA DO CARMO, Usuário Externo**, em 20/02/2026, às 21:45, 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 **Marcelle Colares Oliveira, Usuário Externo**, em 23/02/2026, às 10:10, 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 **7030961** e o código CRC **90F5D051**.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

P654e
2026 Pinheiro, Ana Claudia Santo Lima, 1989-
O efeito do tom e da legibilidade das informações ESG no desempenho organizacional e na qualidade das informações contábeis [recurso eletrônico] / Ana Claudia Santo Lima Pinheiro. - 2026.

Orientadora: Sirlei Lemes.
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2026.5512>
Inclui bibliografia.
Inclui ilustrações.

1. Contabilidade. I. Lemes, Sirlei, 1963-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

CDU: 657

André Carlos Francisco
Bibliotecário-Documentalista - CRB-6/3408

DEDICATÓRIA

*A Deus, dono da minha vida e dos meus sonhos.
À minha amada família, por todo carinho, compreensão e suporte.*

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, quero manifestar minha profunda gratidão a Deus, autor e consumidor da minha fé. Foi Ele quem me sustentou ao longo de toda esta jornada, capacitando-me para alcançar este momento. Sou imensamente grata, pois me concedeu sonhos maiores do que eu mesma poderia imaginar, confiou no meu potencial e me encorajou a trilhar este caminho repleto de desafios e aprendizados. Sinto-me profundamente feliz e agradecida por tudo.

Chegar ao fim desta jornada representa a realização de um grande sonho. Para mim, o doutorado não é apenas um diploma, mas a concretização de um objetivo de vida. Espero poder contribuir para a transformação da vida de muitas pessoas, pois acredito profundamente que a educação tem o poder de mudar vidas, assim como transformou a minha. Sou imensamente grata por esta oportunidade incrível. Por isso, sou grata por esta incrível oportunidade.

Eu agradeço ao meu esposo Arthur William por todo suporte durante esta jornada. Pelo amor e compreensão nos momentos mais desafiadores, por me incentivar quando estava exausta e por sempre acreditar no meu potencial, tornando cada passo desta caminhada mais leve e significativo.

Quero expressar meu sincero agradecimento a todos os meus familiares, especialmente à minha mãe, Antônia, e ao meu pai, Miguel, que me apoiaram incondicionalmente, oraram por mim e sempre me ofereceram palavras de encorajamento. Sou imensamente grata às minhas irmãs Francisca, Acleciane e Ana Maria, que celebraram minhas conquistas, compartilharam os desafios e me animaram ao longo de toda essa jornada. Agradeço também às minhas sobrinhas Ana Clara, Ana Laura e Sarah, que trouxeram alegria aos meus dias e me lembraram da importância de compartilhar momentos em família. Sou grata aos meus avós, Raimunda e Francisco, que oraram fervorosamente pela minha vida e pela conclusão deste doutorado. Amo vocês e me sinto abençoada por ter a melhor família do mundo.

Minha profunda gratidão à minha orientadora, Profa. Dra. Sirlei Lemes, sua orientação foi essencial em toda a minha trajetória no doutorado. Ter a oportunidade de aprender com alguém tão dedicada e inspiradora foi, sem dúvida, uma bênção. Muito obrigada pelas orientações, pelas cobranças, pela exigência que me levou a um patamar mais alto. Obrigada também por acreditar em mim, pela sua humanidade que ultrapassa a relação de orientadora-aluna e por ser exemplo de pessoa e profissional. Você me inspira e me motiva a perseguir com determinação a excelência em minha carreira.

Sou grata aos professores Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo, Dra. Marcelle Colares, Dra. Patrícia Costa e Neirilaine Almeida pelas valiosas contribuições à minha tese, que foram fundamentais para a conclusão desta pesquisa. Agradeço também aos demais professores do PPGCC/UFU pela generosa partilha de conhecimento e aos funcionários da secretaria, sempre solícitos e prontos para esclarecer minhas dúvidas, tornando todo o processo mais tranquilo e organizado.

Agradeço imensamente a Jefferson Amaral, Geovane Camilo, Márcio Rolim e Jorge Luiz de Santana Júnior, que gentilmente dedicaram seu tempo para esclarecer minhas dúvidas e me ajudaram a compreender melhor os modelos e as variáveis, contribuindo de forma significativa para o desenvolvimento desta pesquisa. Quero externar a minha gratidão a todos os colegas do PPGCC/UFU da turma 2022, além disso, quero destacar e agradecer especialmente as amizades que o doutorado me proporcionou, que se tornaram uma parte inesquecível desta jornada. Janaína Ramos, minha amiga de muitas lutas e vitórias; Júnior Cavalcante, sempre leal e presente em todas as horas; Alexandre Francisco, uma pessoa maravilhosa e prestativa. Cito também Bruno Barbosa, Flávio Lara e Clariovaldo da Silva, amigos generosos que compartilharam desafios, conquistas e momentos de alegria, tornando essa experiência acadêmica ainda mais rica e significativa.

Sou grata pelo subsídio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) que permitiu dedicar-me em tempo integral a fim de construir um trabalho que possa contribuir com a sociedade. Sou igualmente grata aos meus amigos da Aliança Bíblica Universitária (ABU), que me acolheram quando cheguei a Uberlândia e estiveram comigo de braços abertos durante toda essa jornada, e ao grupo Sexta Jovem, que orou pela minha vida nos momentos em que mais precisei. Agradeço à Irmã Luiza, uma mulher de oração que intercedeu muito a Deus pela minha vida. Ainda, quero agradecer aos meus sogros, Adriana e Fernando Henrique, também à Dona Cida, pessoas excepcionais que torcem pelo meu sucesso e se alegram com minhas conquistas. Por fim, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a conclusão desta tese e para o encerramento de mais um ciclo em minha vida. Muito obrigada!

EPÍGRAFE

“Aquele que leva a preciosa semente, andando e chorando, voltará, sem dúvida, com alegria, trazendo consigo os seus molhos” Salmos 126.6

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo geral verificar a influência do tom e da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade no desempenho organizacional e na qualidade das informações contábeis. Os relatórios de sustentabilidade são divulgados de forma voluntária e reúnem informações acerca das questões ambientais, sociais e de governança (ESG) das empresas. Este estudo fundamenta-se na Teoria da Divulgação (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), segundo a qual a informação funciona como um sinal que reflete o valor intrínseco de um ativo de risco, embora esse sinal possa estar sujeito a distorções decorrentes de fatores como a assimetria informacional. Partindo do pressuposto de que as informações ESG impactam o desempenho das empresas, inicialmente foi realizada uma revisão sistemática da literatura, com base no método Knowledge Development Process – Constructivist (ProKnow-C). Os resultados indicam que os efeitos da divulgação ESG sobre o desempenho econômico-financeiro não são homogêneos, variando conforme o grau de engajamento das empresas, o contexto institucional em que estão inseridas e o setor de atuação. Além disso, a presença de variáveis moderadoras, tanto internas quanto externas, pode potencializar ou reduzir a intensidade desses impactos. Em seguida, investigou-se a relação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e o desempenho das empresas nas dimensões operacional (ROA), financeira (ROE) e de mercado (Q de Tobin). O tom foi mensurado com base no dicionário de Baier et al. (2020) e a legibilidade pelo índice de Flesch. Os achados não demonstraram evidências estatísticas de que o tom e a legibilidade das divulgações ESG afetem o desempenho organizacional. Entretanto, os resultados reforçam a perspectiva da Teoria da Divulgação ao indicar que a utilidade das informações não depende apenas de sua divulgação, mas também da maneira como são comunicadas ao mercado. Por fim, examinou-se a influência do tom e da legibilidade das divulgações ESG sobre a qualidade da informação contábil, mensurada pelas *proxies* de *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional, levando em conta o desempenho organizacional como variável moderadora. Os resultados mostram que, isoladamente, somente a legibilidade demonstrou efeito significativo relacionado ao *value relevance*. Além disso, ao identificar o papel moderador do desempenho organizacional, observou-se que apenas o desempenho financeiro apresentou influência significativa na interação entre a legibilidade das divulgações ESG e o *value relevance*. Esta pesquisa amplia a literatura ao oferecer uma revisão atualizada dos estudos sobre a relação entre ESG e desempenho organizacional, explorando diferentes perspectivas teóricas e abordagens metodológicas, além de identificar lacunas que orientam futuras investigações. Ademais, ao testar o tom e a legibilidade das divulgações ESG no contexto nacional, o estudo evidencia que a forma de comunicação dessas informações é tão relevante quanto seu conteúdo, trazendo implicações diretas para investidores, gestores, analistas e reguladores. De maneira inovadora, a pesquisa integra os atributos textuais das divulgações ESG, a qualidade da informação contábil e o desempenho organizacional em um mesmo modelo analítico, reforçando as premissas da Teoria da Divulgação e contribuindo tanto para o avanço teórico quanto para a prática, ao fornecer subsídios para a elaboração de relatórios de sustentabilidade mais claros, consistentes e eficazes na transmissão de valor aos *stakeholders*.

Palavras-chave: ESG. Desempenho. Tom. Legibilidade. Qualidade das Informações Contábeis.

ABSTRACT

This research aims to examine the influence of the tone and readability of sustainability reports on organizational performance and accounting information quality. Sustainability reports are voluntarily disclosed documents that provide information regarding companies' environmental, social, and governance (ESG) practices. The study is grounded in Disclosure Theory (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), which considers information as a signal reflecting the intrinsic value of a risky asset, although such signals may be affected by factors such as information asymmetry. Assuming that ESG information may affect corporate performance, the study first conducted a systematic literature review using the Knowledge Development Process – Constructivist (ProKnow-C) method. The findings revealed that the effects of ESG disclosure on economic and financial performance are not uniform, varying according to firms' level of engagement, institutional context, and industry characteristics. In addition, internal and external moderating variables may strengthen or weaken these effects. Subsequently, the relationship between the tone and readability of ESG disclosures and organizational performance was investigated considering operational (ROA), financial (ROE), and market (Tobin's Q) dimensions. Tone was measured using the ESG dictionary proposed by Baier et al. (2020), while readability was estimated through the Flesch Index. The results did not provide statistical evidence that tone and readability significantly affect organizational performance. Nevertheless, the findings reinforce the assumptions of Disclosure Theory by suggesting that the usefulness of information depends not only on disclosure itself, but also on the way information is communicated to the market. Finally, the study examined the influence of tone and readability of ESG disclosures on accounting information quality, measured through the proxies of value relevance, accrual-based earnings management, and conditional conservatism, considering organizational performance as a moderating variable. The results indicate that, individually, only readability showed a significant effect related to value relevance. Furthermore, when analyzing the moderating role of organizational performance, only financial performance significantly influenced the interaction between ESG readability and value relevance. This research contributes to the literature by providing an updated review of studies on the relationship between ESG disclosure and organizational performance, exploring different theoretical perspectives and methodological approaches, while also identifying gaps for future investigations. Moreover, by testing tone and readability of ESG disclosures in the Brazilian context, the study highlights that the way information is communicated may be as relevant as the information itself, generating implications for investors, managers, analysts, and regulators. In an innovative way, the research integrates textual attributes of ESG disclosures, accounting information quality, and organizational performance within the same analytical framework, reinforcing the assumptions of Disclosure Theory and contributing both theoretically and practically by offering insights for the development of clearer, more consistent, and more effective sustainability reports for stakeholders.

Keywords: ESG. Performance. Tone. Readability. Accounting Information Quality.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 Síntese do método da pesquisa **Erro! Indicador não definido.**

LISTA DE TABELAS

Artigo 1

Tabela A1. Processo de Seleção da Amostra Final do Estudo	28
Tabela A2. Perspectivas Teóricas na Relação ESG e Desempenho Organizacional	29
Tabela A3. Métricas Utilizadas para Mensuração do Desempenho Organizacional.....	32
Tabela A4. Medidas Utilizadas na Mensuração ESG.....	34
Tabela A5. Relação ESG e Desempenho por meio de Moderadores ou Mediadores	38
Tabela A6. Resumo dos Principais Resultados da Divulgação ESG e o Impacto no Desempenho Organizacional.....	43
Tabela A7. Possibilidades de Pesquisa sobre ESG e Desempenho Organizacional.....	44

Artigo 2

Tabela B1. Variáveis da Pesquisa.....	70
Tabela B2. Estatísticas Descritivas.....	71
Tabela B3. Correlação de Spearman	73
Tabela B4. Efeito da Divulgação ESG (Tom e Flesch) no Desempenho da Empresa (ROA, ROE e Q de Tobin).....	74
Tabela B5. Influência Setorial na Divulgação ESG e Desempenho Organizacional	78
Tabela B6. Efeito da Divulgação ESG (Ln e FogIndex) no Desempenho Organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin).....	79

Artigo 3

Tabela C1. Variáveis da Pesquisa	112
Tabela C2. Estatísticas Descritivas	114
Tabela C3. Correlação de Spearman	116
Tabela C4. Divulgação ESG e Value Relevance	118
Tabela C5. Divulgação ESG e Gerenciamento de Resultados por Accruals	122
Tabela C6. Divulgação ESG e Conservadorismo Condicional.....	125
Tabela C7. Resumo dos Resultados dos Testes das Hipóteses	127
Tabela C8. Divulgação ESG (LnTom e Fog) e Qualidade da Informação Contábil.....	128

Apêndice A

Tabela D1. Visão geral dos Artigos da Revisão Sistemática.....	148
---	-----

LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS

ABS - Association of Business School

CDSB - Framework do Climate Disclosure Standards Board

ESG - Ambientais, sociais e de governança

GRI - Global Reporting Initiative

ProKnow-C - Knowledge Development Process – Constructivist

RIs - Relatos Integrados

ROA - Retorno sobre Ativos

ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido

RSC - Responsabilidade Social Corporativa

SASB - Padrões do Sustainability Accounting Standards Board

UNGC - Pacto Global das Nações Unidas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 DIVULGAÇÕES ESG E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA.....	20
3 O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE ESG NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS	56
4 O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE DAS INFORMAÇÕES ESG NA QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS.....	92
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	142
5.1 RESULTADOS.....	142
5.2 CONTRIBUIÇÕES	143
5.3 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	144
REFERÊNCIAS	144
APÊNDICE A	148
APÊNDICE B.....	161

1 INTRODUÇÃO

O termo ESG (*environmental, social and governance*) surgiu em dezembro de 2004 no relatório “*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*”, elaborado pelo Pacto Global das Nações Unidas (UNGC). Destinado aos agentes do setor financeiro, o relatório fornecia diretrizes e recomendações para a incorporação de fatores ESG nos mercados de capitais (Global Compact, 2004). Este documento enfatizou a importância da gestão ativa de riscos e oportunidades associados às mudanças ambientais e sociais, além de destacar o crescimento das expectativas públicas em relação à transparência e governança corporativa (Antolín-López, R., & Ortiz de Mandojana, 2023).

De acordo com a *Global Sustainable Investment Alliance* (2021), os investidores têm sido cada vez mais influenciados por fatores relacionados ao ESG. Apesar destes elementos não serem contemplados nas demonstrações financeiras tradicionais, eles podem afetar os retornos futuros (Wan et al., 2023), o desempenho financeiro e de mercado das empresas (Folger-Laronde et al., 2020; Torre et al., 2020) e até mesmo o valor das organizações (Fatemi et al., 2018).

Embora ESG não tenha uma definição formal (Eccles et al., 2020), pode ser compreendido como um conjunto de fatores ambientais, sociais e de governança que podem afetar materialmente um negócio e sua criação de valor (Antolín-López & Ortiz de Mandojana, 2023). De um lado, o engajamento organizacional em questões ESG tem se mostrado benéfico, uma vez que estudos apontam que tais iniciativas podem aumentar o valor da empresa, ao melhorarem os fluxos de caixa, maximizarem a utilidade para os acionistas e reduzirem a taxa de desconto (Nekhili et al., 2021). Ainda, empresas com um desempenho ESG mais robusto desfrutam de custos de capital próprio mais baixos e classificações de crédito mais elevadas (Henriksson et al., 2019). Por outro lado, a divulgação de informações ESG pode levar a um aumento nos gastos da empresa, resultando em impactos econômicos negativos (Yoon et al., 2018). Além dos benefícios e custos envolvidos, as empresas também devem observar os riscos envolvidos, pois escândalos e pontuações ESG mais baixas colocam em risco a reputação de uma empresa (Aouadi & Marsat, 2018; Fatemi et al., 2018). Considerando os benefícios, custos e riscos atrelados à divulgação ESG, os gestores podem utilizar estas divulgações de forma estratégica para ocultar comportamentos antiéticos, o que impacta negativamente o crescimento de longo prazo das empresas (Shakil, 2021; Wong & Zhang, 2022).

A natureza não financeira das informações ESG, aliada à ausência de um formato padrão para sua divulgação, resulta em uma variabilidade de informações divulgadas pelas empresas (Elzahar et al., 2015). Ademais, o caráter voluntário da divulgação das iniciativas ESG (Cucari

et al., 2018), pelo menos na maioria dos países, também contribui para a heterogeneidade das informações disponibilizadas pelas organizações. Diante deste cenário, a forma como essas informações são comunicadas assume um papel relevante para sua utilidade informacional, uma vez que características textuais da divulgação podem influenciar a compreensão, a credibilidade e a relevância percebida das informações ESG pelos *stakeholders*.

Neste estudo, a divulgação dos relatórios de sustentabilidade pelas organizações é analisada a partir da Teoria da Divulgação (Verrecchia, 1983; Dye, 1985). Conforme a Teoria da Divulgação, a informação atua como um sinal que reflete o valor intrínseco de determinado ativo de risco. Todavia, este sinal pode ser afetado por certo grau de ruído, como a assimetria informacional. Desta forma, no contexto da divulgação voluntária, a decisão do gestor de tornar pública ou não a informação pode ser influenciada pelas consequências dessa divulgação no valor do ativo em questão (Verrecchia, 1983; Dye, 1985). Além disso, segundo Verrecchia (1983) e Dye (1985), os gestores geralmente optam por divulgar informações positivas em primeiro lugar, adiando ou evitando a divulgação de dados negativos. Esta postura decorre dos custos envolvidos na preparação e distribuição das informações, bem como das possíveis repercussões adversas que a divulgação de notícias desfavoráveis pode provocar.

Segundo Du e Yu (2021), os atributos textuais empregados, como a legibilidade e o tom adotado, desempenham um papel significativo na determinação da eficácia da comunicação de sustentabilidade empresarial e na elaboração do conteúdo informativo desses relatórios. Ademais, as características textuais na divulgação sobre sustentabilidade influenciam a forma como as partes interessadas interpretam esse tipo de informação (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

No que diz respeito ao tom dos relatórios de sustentabilidade, Ignatov (2023) encontrou evidências de uma relação significativa entre o tom ESG dos relatórios 10-K e os retornos do mercado de ações. De forma semelhante, Hu e Zhang (2024) indicaram que melhor desempenho ESG leva a um tom gerencial mais otimista. Em relação à legibilidade destes relatórios, Caglio et al. (2019) mostraram que a clareza e a concisão dos relatos integrados (RIs) estão associadas a uma avaliação mais positiva por parte do mercado. Bacha e Ajina (2020) também evidenciaram uma relação positiva entre o desempenho em Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a legibilidade dos relatórios anuais. Ao analisar tanto o tom quanto a legibilidade, Du e Yu (2021) evidenciam que relatórios de RSC mais legíveis e com tom mais otimista estão associados a um melhor desempenho futuro em RSC. Em contraste, Enslin et al. (2023) apontam que as divulgações sobre riscos nos Relatos Integrados (RIs) continuam

apresentando baixa legibilidade e um tom narrativo tendencioso, sem sinais de melhoria ao longo do tempo.

O tom e a legibilidade ESG podem impactar a forma como essas informações são apresentadas aos *stakeholders*. Similarmente, a qualidade das informações contábeis pode ser considerada uma condição importante para garantir que os *stakeholders* recebam dados confiáveis para a tomada de decisões (Moura et al., 2016). A qualidade das informações contábeis, também denominada qualidade dos lucros, refere-se a informações que apresentam maior conteúdo informacional e maior utilidade para a tomada de decisões (Dechow et al., 2010). Assim sendo, a qualidade das informações contábeis é relevante para que os investidores avaliem a sustentabilidade e a continuidade futura das empresas. Distintas métricas têm sido empregadas na literatura para mensurar a qualidade da informação contábil, tais como gerenciamento de resultados, *value relevance*, persistência dos lucros, comparabilidade e transparência (Lima et al., 2015; Martins & Barros, 2021). Nesta pesquisa, são utilizadas três *proxies* para a qualidade da informação contábil: *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional.

No âmbito da relação entre a divulgação ESG e a qualidade da informação contábil, os estudos baseados no *value relevance* indicam que as divulgações ESG são incorporadas pelo mercado na formação do valor das empresas (Miralles-Quirós et al., 2018; Setyahuni & Handayani, 2020). No tocante ao gerenciamento de resultados, Velte (2019) constatou que o desempenho em RSC está associado à redução dos *accruals* discricionários, mas não está associado ao gerenciamento por meio de atividades reais. Em contraste, Garfatta (2021) evidencia que níveis mais elevados de divulgação ESG estão relacionados a um maior grau de comportamento discricionário, em linha com a Teoria da Agência. Em relação ao conservadorismo, Hong (2020) argumenta que empresas coreanas com melhor desempenho ESG apresentam menor conservadorismo. Em contraste, Shaw et al. (2021) documentaram uma relação positiva entre RSC e conservadorismo condicional, sugerindo que as empresas utilizam o conservadorismo de forma estratégica para reduzir lucros e custos associados à RSC.

A divulgação dos relatórios ESG consiste na publicação de impactos relacionados ao meio ambiente, à sociedade e à governança, sendo amplamente conhecidos como relatórios de sustentabilidade (Darnall et al., 2022). Ao proporcionar uma visão completa do desempenho não-financeiro das empresas, os relatórios de sustentabilidade auxiliam as empresas a demonstrarem aos investidores seu compromisso com a melhoria contínua das operações (Fatemi et al., 2018). A partir da contextualização apresentada, observa-se que ESG influencia as decisões dos investidores, a avaliação do desempenho e do valor das empresas, embora sua

divulgação envolva benefícios, custos e riscos. Adicionalmente, a natureza não financeira e voluntária, e a ausência de padronização das informações ESG explica a heterogeneidade das divulgações, destacando a relevância do tom e da legibilidade para sua utilidade informacional, bem como para sua relação com a qualidade das informações contábeis. Levando em conta estes aspectos, esta pesquisa assume a seguinte declaração de tese: quanto mais otimista o tom e mais legível as informações sobre ESG divulgadas pelas companhias melhor o desempenho e maior a qualidade da informação contábil, pois tais informações melhoram a transparência e a confiança dos investidores, facilitando a tomada de decisões e reduzindo a assimetria informacional.

Apesar do avanço da literatura, o tema no contexto brasileiro ainda é pouco explorado. As pesquisas nacionais têm dado ênfase a aspectos específicos, como o tom (Borges Júnior e Malaquias, 2022; Rolim, 2024) ou a legibilidade dos relatórios (Costa Filho, 2023), enquanto a literatura internacional tem focalizado tanto na qualidade da informação contábil (Setyahuni e Handayani, 2020; Pathak & Gupta, 2022; Dalcerro et al., 2025) quanto nos atributos textuais, analisados isoladamente, como o tom (Albitar et al., 2022; Hu & Zhang, 2024) ou a legibilidade (Raimo et al., 2022; Shimamura et al., 2025), ainda tom e a legibilidade (Du & Yu, 2021; Enslin et al., 2023). Portanto, este estudo investiga como esses atributos influenciam o desempenho empresarial de empresas brasileiras nas dimensões operacional, financeira e de mercado. Além disso, examina a relação entre tom, legibilidade e qualidade das informações contábeis, considerando o papel moderador do desempenho organizacional. A contribuição inovadora deste trabalho, no cenário nacional, está na integração dessas múltiplas dimensões em uma análise conjunta, proporcionando uma compreensão mais abrangente de como a comunicação de sustentabilidade pode impactar a efetividade da informação financeira.

Diante do exposto, o presente estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual a influência do tom e da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade no desempenho organizacional e na qualidade das informações contábeis, e o papel moderador do desempenho organizacional na relação do tom e da legibilidade com a qualidade das informações contábeis?

As evidências da literatura indicam que o tom e a legibilidade das divulgações ESG influenciam a utilidade informacional e as avaliações de mercado (Caglio et al., 2019; Du & Yu, 2021; Ignatov, 2023; Hu & Zhang, 2024). Quanto à qualidade das informações contábeis, a divulgação ESG associa-se ao *value relevance*, ao gerenciamento de resultados e ao conservadorismo, com evidências mistas (Miralles-Quirós et al., 2018; Velte, 2019; Garfatta, 2021; Shaw et al., 2021). A partir destas evidências, este estudo tem por objetivo geral verificar a influência do tom e da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade no desempenho

organizacional e na qualidade das informações contábeis. Na pesquisa são utilizadas técnicas de análise textual para fornecer evidências acerca do tom e da legibilidade, levando-se em conta a complexidade associada a este tipo de relatório. Com o intuito de atingir o objetivo geral do estudo, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- (i) Sintetizar os impactos diretos, indiretos e em setores específicos, da divulgação ESG no desempenho das empresas, por meio de uma revisão sistemática da literatura;
- (ii) Investigar a associação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e o desempenho organizacional;
- (iii) Identificar o efeito dos atributos textuais das informações ESG (tom e legibilidade) na qualidade das informações contábeis, considerando também a moderação do desempenho organizacional.

A justificativa adotada para o desenvolvimento desta tese emerge da capacidade da análise textual de superar a simples observação das divulgações, permitindo investigar de forma mais aprofundada fenômenos que não podem ser totalmente captados por dados quantitativos, conforme destacado por Loughran e McDonald (2016). Portanto, analisar atributos textuais pode revelar *insights* adicionais sobre a forma como as informações são comunicadas.

De acordo com Kimbrough et al. (2024), a comunicação narrativa constitui um elemento relevante nos relatórios ESG, e suas propriedades linguísticas podem afetar a compreensão e a utilização das informações pelos *stakeholders*. Assim, o tom do texto influencia os julgamentos e decisões dos *stakeholders*, podendo ser utilizado tanto para comunicar informações relevantes quanto de forma estratégica para direcionar percepções (Fisher et al., 2019). Paralelamente, a legibilidade configura-se como um elemento importante na análise textual, uma vez que determina a clareza e a facilidade de compreensão do conteúdo apresentado (Cunha, 2008).

A divulgação de informações ESG se mostra significativa no cenário contemporâneo por diversas razões, destacando-se que (i) os relatórios fornecem *insights* detalhados sobre o desempenho ESG; (ii) a informação ESG, em grande parte, é voluntária e essa falta de padronização implica em ampla discricionariedade organizacional para determinar o conteúdo e a forma de apresentação de suas divulgações ESG (Huang et al., 2025).

Ao incorporar o tom e a legibilidade das informações ESG com o desempenho das empresas e a qualidade das informações contábeis, é possível compreender o papel exercido por estes elementos na divulgação destas informações, fomentando o debate acadêmico. Ressalta-se que fatores específicos de cada país, como governança, condições de trabalho e desempenho macroeconômico, exercem influência considerável sobre a divulgação de informações ESG pelas organizações (Baldini et al., 2018). Esta variação sugere que a relação

entre a divulgação ESG e atributos textuais pode ser afetada por características contextuais tanto do ambiente organizacional quanto do país em que a empresa está inserida.

Primeiramente, esta pesquisa contribui com a literatura ao realizar uma revisão abrangente da literatura sobre ESG e desempenho organizacional, considerando não apenas relações diretas, mas também variáveis moderadoras e evidências setoriais, sistematizando diferentes abordagens teóricas e empíricas. Em segundo lugar, avança no contexto nacional ao analisar o tom e a legibilidade das divulgações ESG, mostrando que atributos textuais influenciam o desempenho operacional, financeiro e de mercado das empresas. Em terceiro lugar, amplia as evidências sobre a relação entre características textuais e a qualidade da informação contábil (*value relevance*, gerenciamento de resultados e conservadorismo), incorporando o desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) como moderador. Por fim, em termos de aplicação prática, os resultados fornecem subsídios para a elaboração de relatórios ESG mais claros e estratégicos, auxiliando empresas, investidores e reguladores na avaliação de valor, risco e credibilidade corporativa.

Esta tese é composta pela união de artigos produzidos de forma independente, mas inter-relacionados, de forma a se responder à questão de pesquisa.

O primeiro artigo sintetiza a temática e demonstra o estado da arte das pesquisas ESG focadas no desempenho das empresas. O estudo também permite delimitar o processo de evolução da literatura ESG, bem como a identificação de novos caminhos para o desenvolvimento de estudos futuros. Para isto, foi desenvolvida uma revisão sistemática da literatura por meio do método Proknow-C.

Na pesquisa seguinte, que gerou o segundo artigo, foi investigada a relação entre o tom e a legibilidade dos relatórios de sustentabilidade e o desempenho das empresas. A investigação partiu do pressuposto de que a análise destes atributos textuais não apenas revela o conteúdo das informações divulgadas, mas também a maneira como ele é transmitido, permitindo avaliar se tais características estão associadas ao desempenho das empresas. Ainda, as empresas foram classificadas de acordo com o grau de sensibilidade setorial às divulgações ESG, permitindo uma análise mais detalhada destes atributos textuais no desempenho das empresas.

Por fim, o terceiro artigo teve por escopo, em primeiro lugar, testar a relação entre o tom e a legibilidade ESG dos relatórios de sustentabilidade na qualidade das informações. Num segundo momento, esta relação foi testada levando-se em consideração a moderação do desempenho das empresas. Essas análises mostraram que a divulgação ESG, avaliada pelos atributos textuais - tom e legibilidade - influencia a percepção dos *stakeholders*, revelando

insights sobre o engajamento, a transparência e o comprometimento das empresas com práticas ESG, as quais são considerados pelos *stakeholders* na tomada de decisão.

2 DIVULGAÇÕES ESG E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA

DIVULGAÇÕES ESG E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA

RESUMO

A literatura sobre ESG-desempenho é ampla, mas fragmentada, com predominância da Teoria dos *Stakeholders* e uso de *proxies* como ROA, ROE e Q de Tobin. A relação entre divulgação ESG-desempenho não é universal nem linear, variando conforme setor, contexto institucional e variáveis moderadoras ou mediadoras. O estudo contribui ao integrar evidências dispersas, apontar limitações metodológicas e orientar futuras pesquisas sobre divulgação ESG-desempenho organizacional. O método *Knowledge Development Process – Constructivist* (ProKnow-C) foi utilizado para busca, coleta e seleção dos artigos, o que resultou num total de 70 artigos. Com base na análise e validação do portfólio, foram identificadas as principais perspectivas teóricas, medidas de desempenho, *proxies* ESG, a relação entre divulgação ESG-desempenho organizacional e indicações de pesquisas futuras. Sintetizar os impactos diretos, indiretos e em setores específicos da divulgação ESG no desempenho das empresas, e propor uma agenda de estudos, por meio de uma revisão sistemática da literatura. A revisão sistemática preenche uma lacuna na literatura ao considerar a relação da divulgação ESG com múltiplas dimensões do desempenho organizacional (financeiro, operacional e de mercado), integrando fatores contextuais, setoriais e institucionais, bem como mecanismos moderadores, mediadores e abordagens metodológicas diversificadas. Este estudo justifica-se pela necessidade de aprofundar a compreensão dos impactos da divulgação ESG em diferentes contextos organizacionais e institucionais, diante de evidências empíricas ainda inconclusivas. Ao integrar múltiplas dimensões de desempenho e incorporar fatores moderadores e mediadores, o artigo contribui para reduzir lacunas teóricas e empíricas e fortalecer modelos explicativos sobre os efeitos da divulgação ESG no ambiente corporativo. Contextos institucionais distintos, com impactos no nível de engajamento e setores de atuação das empresas podem concorrer para a qualidade da divulgação de informações ESG e seus reflexos no desempenho organizacional, tornando-se, portanto, variáveis de interesse para o processo de tomada de decisão de investidores e itens de monitoramento por parte de órgãos normatizadores.

Palavras-chave: ESG. Desempenho Econômico-financeiro. Revisão Sistemática. Abordagem Metodológica. Abordagem Teórica.

ABSTRACT

The ESG-performance literature is extensive but fragmented, with a predominance of Stakeholder Theory and the use of proxies such as ROA, ROE, and Tobin's Q. The relationship between ESG disclosure and performance is neither universal nor linear, varying according to industry, institutional context, and moderating or mediating variables. This study contributes by integrating dispersed evidence, identifying methodological limitations, and guiding future research on the relationship between ESG disclosure and organizational performance. The Knowledge Development Process – Constructivist (ProKnow-C) method was used for the search, collection, and selection of articles, resulting in a total of 70 studies. Based on the analysis and validation of the portfolio, the main theoretical perspectives, performance measures, ESG proxies, the relationship between ESG disclosure and organizational performance, and directions for future research were identified. The study aims to synthesize the direct, indirect, and sector-specific impacts of ESG disclosure on firm performance and to propose a research agenda through a systematic literature review. The systematic review fills a gap in the literature by considering the relationship between ESG disclosure and multiple

dimensions of organizational performance (financial, operational, and market), integrating contextual, sectoral, and institutional factors, as well as moderating and mediating mechanisms and diverse methodological approaches. This study is justified by the need to deepen the understanding of the impacts of ESG disclosure across different organizational and institutional contexts, given the still inconclusive empirical evidence. By integrating multiple performance dimensions and incorporating moderating and mediating factors, the article contributes to reducing theoretical and empirical gaps and strengthening explanatory models regarding the effects of ESG disclosure in the corporate environment. Distinct institutional contexts, with impacts on the level of engagement and the sectors in which firms operate, may influence the quality of ESG information disclosure and its effects on organizational performance. Therefore, these factors become relevant variables for investors' decision-making processes and important monitoring elements for regulatory bodies.

Keywords: ESG. Economic and financial performance. Systematic review. Methodological approach. Theoretical approach.

1 INTRODUÇÃO

Em 2004, o Relatório do Pacto Global da ONU (2004), assinado por mais de 20 das maiores instituições financeiras mundiais, trouxe à tona a perspectiva ESG (ambiental, social e governança, no inglês *environmental, social and governance*) e reconheceu que uma abordagem positiva das questões relacionadas à ESG é relevante para a qualidade geral da gestão das empresas.

A temática ESG tem sido investigada sob múltiplas perspectivas, resultando em uma literatura ampla e diversificada. Estudos analisam, por exemplo, a relação entre divulgação ESG e custo de capital (Gonçalves et al., 2022; Macedo et al., 2022), mecanismos de governança corporativa (Khalid et al., 2022; Grodt et al., 2024) e determinantes da divulgação ESG (Crespi & Migliavacca, 2020). No âmbito empírico, os resultados acerca da relação entre divulgação ESG-desempenho das empresas permanecem inconclusivos. Enquanto alguns estudos identificam efeitos positivos (Habib & Mourad, 2023; Maji & Lohia, 2023), outros apontam impactos negativos (Gutiérrez-Ponce & Wibowo, 2024; Buallay, 2024) ou estatisticamente não significativos (Nollet et al., 2016; Alhawaj et al., 2023). Evidências adicionais sugerem relações não lineares, em formato de U ou U invertido (Jung & Yoo, 2023; Pu, 2023), indicando que os efeitos da divulgação ESG podem variar conforme o estágio de implementação. Ademais, pesquisas recentes destacam a relevância de fatores contextuais, moderadores e mediadores na explicação dessa relação (Wu et al., 2024; Zhou et al., 2022), reforçando a complexidade dos impactos da divulgação ESG sobre o desempenho corporativo.

Distintas metodologias, incluindo revisões de literatura, análises de conteúdo e abordagens bibliométricas, têm sido amplamente empregadas para sintetizar o conhecimento acumulado e identificar tendências emergentes nas pesquisas sobre ESG. Por exemplo, Pathan

e Mohanty (2024) evidenciam a consolidação do campo por meio de uma revisão bibliométrica abrangente sobre a influência do ESG no desempenho financeiro das empresas, identificando tendências de publicação e agrupamentos temáticos entre os estudos mais citados. Cardillo e Basso (2025) destacam o papel de variáveis moderadoras na relação entre ESG/CSR e desempenho financeiro, ressaltando a importância de fatores contextuais, enquanto Kim e Yang (2025) enfatizam os efeitos das mudanças regulatórias recentes e as heterogeneidades regionais e setoriais nessa relação.

Embora os estudos mencionados ampliem o entendimento do tema, eles permanecem predominantemente centrados no desempenho financeiro sem contemplar fatores organizacionais, contextuais e metodológicos que explicam a heterogeneidade dos resultados da literatura. Esses estudos também têm por escopo a identificação de padrões agregados da literatura, compreendidos como convergências empíricas e metodológicas resultantes da análise integrada dos estudos examinados, oferecendo limitada compreensão sobre a diversidade de impactos organizacionais associados à divulgação ESG. Assim, esta revisão avança na literatura ao examinar de forma integrada a relação entre a divulgação ESG-desempenho das empresas, considerando múltiplas dimensões do desempenho organizacional (operacional, financeiro e de mercado), bem como o papel de fatores contextuais, metodológicos e setoriais que contribuem para a heterogeneidade dos resultados reportados. Diante da ausência de consenso empírico e da fragmentação teórica observada na literatura, esta revisão sistemática é orientada pelas seguintes questões de pesquisa:

- I. Quais são os efeitos da divulgação ESG sobre as diferentes dimensões do desempenho organizacional das empresas?
- II. Quais mecanismos e fatores moderadores/mediadores explicam a heterogeneidade dos resultados observados na relação entre divulgação ESG-desempenho organizacional?
- III. Em que medida os efeitos da divulgação ESG variam entre setores e diferentes contextos institucionais, como economias desenvolvidas e emergentes?

Diante dessas questões, o presente estudo tem como objetivo sintetizar os impactos diretos, indiretos e em setores específicos, da divulgação ESG no desempenho das empresas, por meio de uma revisão sistemática da literatura. Para isso, o trabalho integra evidências empíricas provenientes de diferentes contextos institucionais e econômicos, considerando múltiplas dimensões do desempenho organizacional, incluindo indicadores financeiros, operacionais e de mercado

A revisão realizada contribui para o avanço da literatura ao ultrapassar uma abordagem meramente descritiva dos estudos existentes, propondo uma integração conceitual que permite

compreender de forma mais clara os mecanismos teóricos associados aos efeitos da divulgação de informações ESG. Inicialmente, o trabalho promove um refinamento teórico ao organizar e articular evidências empíricas dispersas, evidenciando não apenas convergências nos resultados, mas também tensões explicativas e inconsistências estruturais que questionam pressupostos normativos amplamente adotados na literatura. Além disso, a análise identifica limitações epistemológicas e metodológicas recorrentes — como a predominância de modelos lineares, a forte dependência de dados secundários e a fragmentação entre diferentes perspectivas teóricas — indicando como esses fatores têm restringido o desenvolvimento cumulativo do campo. Por fim, a revisão apresenta uma agenda de pesquisa teoricamente orientada, centrada na investigação de mecanismos causais, condicionalidades institucionais e abordagens multimétodo, contribuindo para o desenvolvimento de modelos explicativos mais robustos e para o fortalecimento do acúmulo científico acerca dos impactos da divulgação ESG.

2 DIVULGAÇÃO ESG E DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

Segundo Gillan et al. (2021), embora os termos Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e ESG sejam frequentemente utilizados como sinônimos na literatura e na prática empresarial, eles representam conceitos distintos em origem, propósito analítico e forma de mensuração. A RSC emerge tradicionalmente da literatura de gestão e ética empresarial, sendo associada a uma abordagem normativa e estratégica voltada à responsabilidade social corporativa e ao relacionamento das empresas com seus stakeholders. Nesse sentido, a RSC enfatiza valores organizacionais, reputação corporativa e iniciativas voluntárias voltadas ao bem-estar social e ambiental, frequentemente orientadas por princípios qualitativos e por decisões discricionárias das empresas (Gillan et al., 2021). Ademais, Christensen et al. (2021) salientam que a RSC abrange uma ampla variedade de temas ligados aos aspectos ESG, os quais podem se relacionar, de forma indireta ou apenas tangencial às atividades centrais das empresas (Christensen et al., 2021).

Gillan et al. (2021) apontam que ESG possui origem mais recente no contexto financeiro e de investimentos, caracterizando-se como um conjunto estruturado de critérios mensuráveis utilizados por investidores, analistas e instituições financeiras para avaliar riscos e oportunidades não financeiros capazes de afetar o desempenho e o valor das empresas. Diferentemente da CSR, o ESG busca operacionalizar questões ambientais, sociais e de governança por meio de indicadores padronizados, *ratings* e métricas comparáveis, permitindo sua incorporação em modelos de avaliação financeira e decisões de alocação de capital. Desta forma, a divulgação ESG é usada pelas empresas para mostrar atuação ética e responsável,

atendendo à crescente demanda dos investidores por transparência. Por isso, ao divulgar suas atividades ESG, elas acreditam que estão atraindo investidores e fortalecendo a transparência junto ao mercado (Manaf & Helham, 2024).

Apesar de não representar um novo formato de relatório corporativo, a divulgação ESG expande o conteúdo dos relatórios de RSC. Não existe um padrão global único para o *framework* de divulgação ESG. Os padrões de divulgação ESG atualmente disponíveis incluem os Padrões da *Global Reporting Initiative* (GRI), os Padrões de Divulgação de Sustentabilidade da IFRS, os Padrões do *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e o *Framework* do *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) (Manaf & Helham, 2024).

No contexto da divulgação ESG, é importante evidenciar como a divulgação destes elementos estão relacionados ao desempenho organizacional. Ao medir o desempenho das empresas, os estudiosos geralmente dispõem de três grupos de métricas, as baseadas na contabilidade, as baseadas no mercado e o uso de indicadores contábeis e de mercado conjuntamente (Buallay, 2022b). No conjunto de métricas contábeis de desempenho, incluem-se o ROA (Retorno sobre Ativos) e o ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido) conforme indicado por Buallay (2022a), e como medida de mercado tem-se o Q de Tobin (Wu e Chang, 2022). O ROA mede a eficiência da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos totais, sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total. O ROE, por sua vez, permite analisar a rentabilidade do capital investido pelos acionistas, sendo determinado por meio da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018). O ROA foi utilizado em diversos estudos, como o de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) e Chininga et al. (2023). Outros trabalhos adotaram o ROE (DasGupta & Roy, 2023b; Firmansyah et al., 2023). Há ainda estudos que aplicaram simultaneamente ambos os indicadores, ROA e ROE (Sandberg et al., 2023; Kalia & Aggarwal, 2023).

O Q de Tobin é uma métrica que reflete como as partes interessadas externas percebem o desempenho operacional da empresa e sua capacidade de gerar um sólido desempenho financeiro (Tobin, 1969). Shaikh (2022) e Wu e Chang (2022) adotaram esta métrica em suas pesquisas para avaliar o valor das organizações. Além disso, o estudo de Elmghaamez et al. (2023) incorporou o Q de Tobin como indicador do desempenho de mercado. Alguns estudos têm utilizado medidas contábeis e de mercado simultaneamente (por exemplo, Buallay, 2022a; El Khoury et al., 2023; Gutiérrez-Ponce & Wibowo, 2024). Ao utilizar em conjunto indicadores financeiros, operacionais e de mercado em estudos sobre a divulgação ESG, os pesquisadores buscam obter uma visão mais abrangente dos efeitos que tal divulgação pode exercer sobre o desempenho organizacional.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Embora o *Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses* (PRISMA) ofereça orientações para revisões sistemáticas e meta-análises, seu uso rígido pode excluir grande parte da literatura relevante e tratar indiscriminadamente estudos não conformes, sem considerar nuances. Assim, ele não garante rigor metodológico nem representatividade da literatura (Da Silva & Daly, 2024). Por esta razão, Da Silva e Daly (2024) recomendam que revisões sistemáticas considerem, além da conformidade com diretrizes, a plausibilidade científica e a diversidade dos estudos incluídos. Portanto, para o desenvolvimento deste estudo, optou-se pelo método *Knowledge Development Process – Constructivist* (ProKnow-C) o qual permitiu a busca, coleta e seleção dos artigos. Este método foi desenvolvido por Ensslin et al. (2010) e tem o objetivo de produzir um agrupamento de artigos, chamado de Portfólio Bibliográfico, que seja capaz de resultar numa representatividade adequada da literatura estudada. A Figura 1 sintetiza o procedimento do Proknow-C.

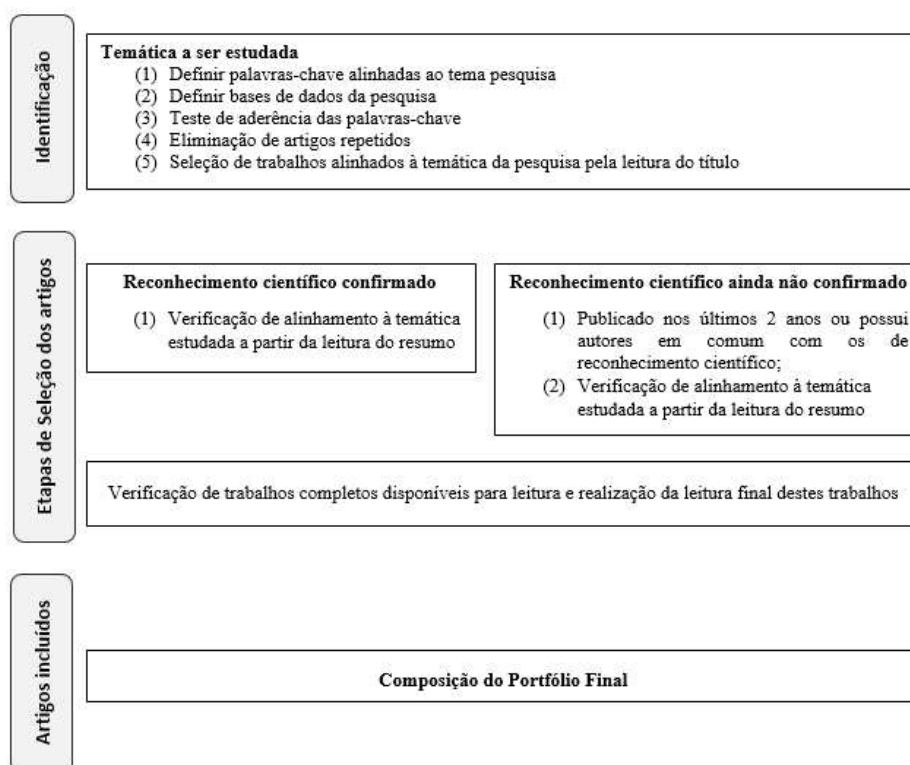


Figura 1 Síntese do Método de Pesquisa

Fonte: Ensslin et al. (2010)

Para a realização da revisão sistemática foram usadas as bases de dados *Web of Science*, *Scopus* e *Scielo*, escolhidas por oferecerem cobertura e complementar da literatura internacional e regional, garantindo a inclusão de estudos relevantes e de qualidade. Da mesma forma

Cabanillas-Carbonell et al. (2021) também utilizaram essas três bases para assegurar uma revisão abrangente e metodologicamente rigorosa. Para definir o conjunto de expressões de busca nos artigos da amostra, foi realizada uma pesquisa prévia nas bases de dados mencionadas para verificar as palavras-chave mais alinhadas a cada um dos assuntos.

Com base na consulta prévia a artigos que tratam do tema ESG-desempenho organizacional, identificou-se os seguintes pares de palavras mais frequentes: (“*environmental, social, governance*” e “*performance*”) e (“*ESG*” e “*performance*”) (“*environmental, social, governance*” e “*financial performance*”) e (“*ESG*” e “*financial performance*”) e (“*environmental, social, governance*” e “*economic performance*”) e (“*ESG*” e “*economic performance*”) e (“*environmental, social, governance e corporate financial performance*”) e (“*ESG*” e “*corporate financial performance*”). O resultado da busca nas bases de dados de artigos sobre o tema, realizada em maio de 2024 e sem delimitação de período, gerou uma amostra de estudos publicados de 2016 a abril de 2024.

Optou-se por buscar somente trabalhos publicados na língua inglesa, dado que o inglês domina a produção acadêmica global e concentra a maior parte dos periódicos indexados em bases de dados de ampla cobertura (Zeng & Yang, 2024). Para proporcionar qualidade à revisão sistemática, foram incluídos apenas trabalhos internacionais publicados em periódicos classificados pela *Association of Business School* (ABS) em 2024, seguindo estudos anteriores, tais como o de Athanasiadou e Theriou (2021) e Satjawisate et al. (2025).

A busca inicial, feita a partir das palavras-chave nas bases de dados *Web of Science*, *Scopus* e *Scielo*, retornou um total de 3.914 trabalhos. Os estudos foram transferidos para a biblioteca virtual do aplicativo *Start*. Com base no método ProKnow-C, foi realizado um teste preliminar para verificar a aderência dos artigos selecionados às palavras-chave, confirmando que as expressões eram apropriadas para a pesquisa. Dos 3.914 trabalhos inicialmente identificados, 1.780 publicações estavam duplicadas e foram removidas, resultando em um portfólio bibliográfico bruto inicial de 2.134 artigos.

Na sequência procedeu-se a leitura dos títulos dos artigos, visando identificar aqueles que abordavam a relação entre ESG-desempenho organizacional. Nesta etapa, foram descartados 1.891 artigos cujos títulos não apresentavam qualquer relação com a temática estudada, restando 246 artigos não duplicados e com título alinhado ao tema de pesquisa. Os 246 artigos foram classificados em duas etapas, conforme o método ProKnow-C: artigos com reconhecimento científico e artigos sem reconhecimento científico.

Em seguida, de acordo com o método ProKnow-C, foi feita a avaliação do reconhecimento científico por meio da quantificação de citações de cada artigo no *Google*

Scholar. Os artigos foram classificados em ordem decrescente conforme o número de citações, seguido por uma análise cumulativa para identificar aqueles que representavam 90% do total de citações. Com base no método Proknow-C, as pesquisas foram agrupadas em dois conjuntos: os artigos com reconhecimento científico, pertencentes aos 90% mais citados no *Google Scholar* e que totalizou 86 artigos, e os artigos sem reconhecimento científico assim considerados aqueles com um número de citações não incluídos no percentual de 90%, o que somou 160 artigos. Assim, esse procedimento resultou em um conjunto de 86 artigos reconhecidos cientificamente para a leitura dos resumos. Dos 86 artigos, 30 foram excluídos pelo não alinhamento do resumo à temática estudada, restando 56 artigos no portfólio bibliográfico. Após a leitura na íntegra dos 56 artigos, 44 foram selecionados e, dentre esses, apenas 30 estavam publicados em periódicos classificados no *Academic Journal Guide* da ABS.

Seguindo o ProKnow-C, os 160 (246 – 86) artigos sem reconhecimento científico, ou seja, os que estão fora dos 90% com citações no *Google Scholar*, foram separados em duas categorias: aqueles publicados recentemente - últimos dois anos - e os publicados há mais de dois anos. Optou-se a princípio por examinar os artigos publicados nos últimos dois anos, ou seja, 2022 e 2023. Após esta análise, verificou-se que 139 trabalhos foram publicados neste período, dos quais 91 demonstraram coerência dos títulos e resumos com o tema investigado. Destes 91 artigos, 60 foram aceitos após a leitura integral, por terem relação direta com a temática estudada. Contudo, apenas 39 destes 60 artigos estavam publicados em periódicos classificados pela ABS e, portanto, estes 39 foram selecionados para compor o portfólio final. Em relação aos 21 artigos produzidos há mais de dois anos, 17 deles possuíam título e resumo alinhados à temática estudada. Dos 17 artigos, somente três possuem autores de artigos incluídos na lista dos 90% mais citados no *Google Scholar*, os outros 14 foram excluídos da base de dados. Dentre estes três artigos, somente um deles foi publicado em periódico classificados pela ABS, e foi incluído na pesquisa. Assim, o portfólio final da pesquisa foi composto por 70 artigos. A quantidade de artigos identificada nesta revisão sistemática evidencia que a área possui maturidade suficiente para esse tipo de estudo, considerando que a existência de, ao menos, 40 artigos em um campo já indicam condições adequadas para a realização de revisões sistemáticas com potencial de gerar contribuições relevantes (Paul & Criado, 2020; Paul et al., 2021). A Tabela A1 resume o processo de seleção da amostra do estudo.

Tabela A1. Processo de Seleção da Amostra Final do Estudo

Etapa de seleção dos artigos de acordo com as bases analisadas	nº de artigos
Artigos por bases de dados	
<i>Web of Science</i>	2.423

<i>Scopus</i>	1.460
<i>Scielo</i>	31
Total	3.914
Artigos duplicados	(1.780)
Artigos excluídos após leitura dos títulos	(1.888)
Total	246
Artigos com reconhecimento científico	86
Excluídos após leitura do resumo	(30)
Artigos excluídos após a leitura integral	(12)
Artigos não classificados pela <i>Association of Business Schools</i> (ABS)	(14)
Subtotal 1	30
Artigos sem reconhecimento científico	160
Excluídos após a leitura dos resumos	(52)
Excluídos pela ausência de autores em comum com os de reconhecimento científico	(14)
Artigos excluídos após leitura integral	(31)
Artigos não classificados pela <i>Association of Business Schools</i> (ABS)	(23)
Subtotal 2	40
Portfólio final de artigos	(Subtotal 1 + Subtotal 2) 70

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

As informações obtidas nos artigos da amostra foram codificadas, consolidadas e validadas, sendo organizadas nas seguintes subseções, a seguir apresentadas: 1) Perspectivas teóricas, medidas de desempenho e *proxies* usadas na divulgação ESG, 2) Divulgação ESG e o impacto no desempenho organizacional e 3) Indicações de pesquisas futuras.

4.1 Panorama Teórico e Metodológico dos Estudos sobre a Relação entre Divulgação ESG e Desempenho

As perspectivas teóricas devem proporcionar uma base sólida para analisar aspectos que conduzem a uma explicação da divulgação ESG e os múltiplos impactos no desempenho organizacional. A Tabela A2 dispõe as teorias aplicadas nos 70 artigos integrantes desta revisão com a respectiva frequência.

Tabela A2. Perspectivas Teóricas na Relação ESG e Desempenho Organizacional

	Teoria/Teorias	Frequência	Percentual
1	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	10	14,28%
2	Teoria Institucional	1	1,43%
3	Teoria da Legitimidade	2	2,86%
5	Teoria da Sinalização	1	1,43%
6	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Agência	3	4,28%
7	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria do Alto Escalão	1	1,43%
8	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Legitimidade	5	7,14%
9	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria do <i>Trade-off</i>	3	4,28%
10	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria Baseada em Recursos	1	1,43%
11	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Maximização do Valor para os Acionistas	1	1,43%
12	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Sinalização	1	1,43%
13	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Categorização Social	1	1,43%
15	Teoria da Agência e Teoria dos Recursos Ociosos	1	1,43%

16	Teoria Institucional e Teoria Baseada em Recursos	1	1,43%
17	Teoria da Sinalização e Teoria Baseada em Recursos	1	1,43%
19	Teoria dos <i>Stakeholders</i> , Teoria da Legitimidade e Teoria Institucional	2	2,86%
20	Teoria dos <i>Stakeholders</i> , Teoria da Agência e Teoria da Economia Política	2	2,86%
21	Teoria dos <i>Stakeholders</i> , Teoria da Agência e Teoria Baseada em Recursos	1	1,43%
22	Teoria dos <i>Stakeholders</i> , Teoria da Legitimidade e Teoria da Sinalização	1	1,43%
23	Teoria dos <i>Stakeholders</i> , Teoria da Agência, Teoria da Legitimidade, Teoria Econômica Neoclássica	1	1,43%
24	Não mencionado	30	42,85%
Total		70	100%

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

A Teoria dos *Stakeholders* é a mais utilizada e está presente, de forma isolada ou em conjunto com outras teorias, em 33 dos 70 artigos (47,14%) analisados. Tal evidência pode explicar o aumento substancial das divulgações ESG, visando atender às demandas das partes interessadas e criar mais responsabilização para si próprias (Eccles et al., 2014; Tamimi & Sebastianelli, 2017), uma vez que a Teoria dos *Stakeholders* postula que as partes interessadas são diversas e possuem expectativas próprias em relação às ações e responsabilidades das empresas (Buallay et al., 2020a), e que as necessidades destas partes interessadas devem ser levadas em conta pela empresa (Cek & Eyupoglu, 2020).

Nos estudos analisados, a Teoria da Legitimidade é utilizada em onze deles (15,71%), tanto de forma isolada quanto em combinação com outras teorias. Esta abordagem pressupõe que divulgar informações de sustentabilidade permite às empresas justificar suas ações às partes interessadas, reforçando seu compromisso com as comunidades (Buallay et al., 2020a). Com isso, as empresas poderiam obter legitimidade ao satisfazer as expectativas da sociedade, uma vez que os valores e crenças sociais dominantes das partes interessadas influenciam o nível de legitimidade (Shi & Veenstra, 2021). Desta forma, a obtenção de legitimidade em uma dada sociedade é uma condição predominante que afeta a reputação e a própria sobrevivência das empresas no mercado (Shin et al., 2023).

A Teoria da Agência, presente em oito estudos combinados com outras teorias (11,42%), destaca o dever das empresas de priorizar os interesses dos acionistas para aumentar a riqueza (Ifeanyi et al., 2016; Jensen & Meckling, 1976). De acordo com Watts e Zimmerman (1990), a existência de custos de agência reflete as assimetrias informacionais inerentes às transações corporativas. Neste contexto, a divulgação de informações sobre sustentabilidade atua como uma ferramenta de comunicação com os *stakeholders*, reduzindo a assimetria de informação entre acionistas e gestão (Al Hawaj & Buallay, 2022).

Quatro estudos (5,71%) têm como base a Teoria Institucional, sendo abordada tanto de forma independente quanto em conjunto com outras perspectivas teóricas. Segundo Meyer e

Rowan (1977), o ambiente institucional exerce influência sobre o comportamento das empresas, atuando como um impulsionador de suas estratégias. Assim, a Teoria Institucional permite observar como as pressões normativas, culturais e regulatórias dos países influenciam a natureza e o grau de adoção de práticas ESG (Dobers & Halme, 2009).

A Teoria Baseada em Recursos, usada em conjunto com outras teorias, aparece em quatro estudos (5,71%). Desenvolvida por Barney (1991), a referida teoria viabiliza análises sobre como os recursos das empresas estão relacionados à sua vantagem competitiva. Segundo esta teoria, a sobrevivência e o crescimento das organizações estão intimamente ligados à sua dependência de recursos externos, e o sucesso das organizações depende de sua habilidade em acessar e administrar esses recursos fundamentais (Ntim & Soobaroyen, 2013; Pfeffer & Salancik, 1978).

Por fim, a Teoria da Sinalização é aplicada em três estudos (4,28%) na literatura analisada, seja de forma independente ou em combinação com outras abordagens teóricas. De acordo com Yekini e Jallow (2012), esta teoria está relacionada à assimetria de informação no contexto das atividades de relatórios de negócios. Desta forma, ao divulgar informações ESG, as empresas podem diminuir a assimetria informacional e enviar sinais positivos aos seus *stakeholders* (Cheng et al., 2024).

As Teoria do Alto Escalão, Teoria do *Trade-off*, Teoria da Maximização do Valor para os Acionistas, Teoria da Categorização Social, Teoria dos Recursos Ociosos, Teoria da Economia Política e Teoria Econômica Neoclássica foram aplicadas em um estudo cada (1,43%). Apesar de abordarem diferentes perspectivas da relação entre divulgação ESG-desempenho organizacional, estas teorias possuem em comum aspectos referentes a decisões organizacionais e estratégicas que impactam o desempenho a partir da divulgação ESG. Por fim, 30 estudos (42,85%) não mencionaram nenhuma teoria específica para analisar a relação entre divulgação ESG-desempenho das empresas. A diversidade de estudos sem indicação de uma teoria explícita pode ser justificada por uma abordagem interdisciplinar, que cria possibilidades para novas interpretações. Outra possível explicação é que muitos estudos baseados na Teoria da Agência não a citam explicitamente, pois presume-se que ela está implícita em estudos de associação que envolvem efeito no mercado relacionado ao comportamento corporativo.

Quando se trata das variáveis utilizadas na literatura para relacionar ESG-desempenho, a diversidade de métricas de desempenho reflete a tentativa de capturar os múltiplos impactos das práticas sustentáveis. A Tabela A3 sintetiza as medidas utilizadas nestes estudos, categorizando as métricas utilizadas e suas devidas frequências.

A classificação adotada nesta revisão seguiu o procedimento proposto por Bualay et al. (2020b), que organiza as métricas nas categorias desempenho operacional (ROA), financeiro (ROE) e de mercado (Q de Tobin). No entanto, é importante ressaltar que essa classificação não é unânime, já que alguns estudos analisam as métricas de forma separada ou as agrupam sob nomenclaturas diferentes.

Tabela A3. Métricas Utilizadas para Mensuração do Desempenho Organizacional

Tipos de Desempenho Organizacional							
	Desemp. financeiro	Desemp. econômico	Desemp. de mercado	Desemp. financeiro e de mercado	Desemp. operacional, financeiro e de mercado	Frequência	Percentual
Métricas utilizadas							
ROA	37			3	9	49	30,44%
ROE	17			1	10	28	17,39%
Q de Tobin	30		3	5	10	48	29,81%
Outros	28	1	1	5	1	36	22,36%
Total						161	100%

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

Destaca-se na Tabela A3 a relevância do ROA na literatura sobre ESG, sendo o indicador mais utilizado. No entanto, observa-se que há variação na forma como ele é classificado: alguns estudos o consideram como indicador de desempenho financeiro, enquanto outros o utilizam como indicador de desempenho operacional, o que evidencia a falta de consenso na categorização dos indicadores. No total, 49 estudos (30,44%) utilizaram o ROA, consolidando-o como a principal métrica de desempenho adotada na literatura para investigar a relação entre práticas ESG-desempenho organizacional. De acordo com Velte (2020), o ROA é uma métrica bem conhecida de desempenho financeiro, representando a lucratividade da empresa em relação ao seu ativo total. Esta medida indica quão eficientemente a gestão utiliza seus ativos para gerar lucros (Kumar & Firoz, 2022). DasGupta e Roy (2023b) apontam que o ROA capta como os lucros da empresa respondem a diferentes políticas gerenciais, incluindo o desempenho ESG e a eficiência relativa na utilização de ativos (Lee & Faff, 2009). Portanto, um ROA mais elevado sugere melhor desempenho financeiro (Kimmel et al., 2020).

O ROE foi utilizado em 28 estudos (17,39%) como indicador de desempenho financeiro, destacando-se como uma métrica relevante para avaliar a rentabilidade do capital próprio investido. No entanto, alguns estudos analisaram o ROE em conjunto com outros indicadores para capturar múltiplas dimensões do desempenho organizacional, incluindo o ROA para desempenho operacional e o Q de Tobin para desempenho de mercado. Isso evidencia que, embora o ROE seja estritamente financeiro, muitas pesquisas adotam abordagens multidimensionais ao combinar diferentes métricas para analisar o impacto das práticas ESG sobre o desempenho corporativo. Os acionistas consideram o ROE um dos principais

indicadores para avaliar a saúde financeira da empresa (Das Gupta & Roy, 2023b), justificando assim sua aplicação em pesquisas que analisam a relação entre ESG-desempenho financeiro (Dorfleitner et al., 2020; Wang & Sarkis, 2017).

O Q de Tobin foi utilizado em 48 estudos (29,81%), sendo aplicado como indicador de desempenho financeiro e de mercado, refletindo a percepção dos *stakeholders* sobre a capacidade da empresa de gerar valor. Alguns estudos combinaram o Q de Tobin com outras métricas para analisar três dimensões do desempenho organizacional: desempenho operacional (ROA), desempenho financeiro (ROE) e desempenho de mercado (Q de Tobin), permitindo uma avaliação mais abrangente e multidimensional do impacto das práticas ESG. Destaca-se que o Q de Tobin é utilizado como uma medida para refletir as oportunidades de crescimento do negócio e fornece às partes interessadas informações importantes para prever o potencial de desenvolvimento futuro da empresa (Li et al., 2020; Chen & Xie, 2022), por isso, esta métrica tem sido usada em pesquisas que envolvem ESG.

Complementarmente às métricas citadas na Tabela 3, oito estudos (5,03%) utilizaram outras formas de mensuração do desempenho organizacional, como os retornos das ações e do excedente das ações (Velte, 2017; Nollet et al., 2016; El Khoury et al., 2023), o retorno sobre o capital (Nollet et al., 2016), os retornos sobre o capital e o capital investido (Bodhanwala & Bodhanwala, 2022; Elmghaamez et al., 2023), além do retorno sobre o capital empregado, calculado a partir do ativo total menos o passivo circulante (Kumar & Firoz; Kumar et al., 2022). Em três estudos (1,88%) foram utilizadas métricas que oferecem diferentes aspectos do valor da empresa. Entre essas medidas, destacam-se o valor de mercado, calculado pelo produto entre o preço da ação ao final do período e o número de ações ordinárias em circulação da empresa (Ahmad et al., 2021; Habib & Mourad, 2023), e o valor total da empresa, mensurado pela soma da capitalização de mercado, da dívida e das ações preferenciais, deduzidos o caixa e seus equivalentes ao final do período (Habib & Mourad, 2023), cada uma trazendo contribuições específicas para a avaliação corporativa.

Outra estratégia utilizada pelos autores para mensurar o desempenho organizacional, envolveu a análise de distintos tipos de custos, como o custo de dívida (Azmi et al., 2021; Malik & Kashiramka, 2024), custo de capital e custo de equidade (Azmi et al., 2021). Lucro por ação (Rahi et al., 2021; Ahmad et al., 2021) e preço das ações (Sinha Ray & Goel, 2023) também foram usados como medida de desempenho, pois remetem à valorização da empresa no mercado e à percepção dos investidores sobre seu desempenho. A diversidade de métricas utilizadas demonstra ausência de consenso na literatura quanto à forma mais adequada de mensurar o desempenho organizacional no contexto ESG. Embora essa pluralidade amplie as

possibilidades analíticas, ela também sugere que os estudos capturam aspectos distintos do desempenho organizacional, o que pode dificultar a comparabilidade dos resultados e a consolidação de evidências mais consistentes sobre os efeitos ESG.

A Tabela A4 apresenta um panorama das abordagens metodológicas adotadas pelos estudos que utilizaram medidas ESG. As informações estão organizadas em duas categorias principais: *proxies* e fontes de dados ESG.

Tabela A4. Medidas Utilizadas na Mensuração ESG

Proxies ESG	Quantidade de trabalhos
Índice ESG	20
Índice ESG e os pilares individuais (E, S e G)	44
<i>Dummy</i> ESG	2
<i>Dummy</i> ESG e dos pilares individuais (E, S e G)	1
ESG e os pilares individuais (E, S e G) mensurada por meio de análise de conteúdo	3
Fontes de dados ESG	Quantidade de trabalhos
Base de dados <i>Bloomberg</i>	28
Base de dados <i>London Stock Exchange Group (LSEG)</i>	25
Base de dados <i>Standard and Poor's</i>	3
Base de dados <i>SynTao Green Finance</i>	1
Base de dados <i>Modern Index Strategy Indexes - MSCI</i>	1
Base de dados <i>CSRHub</i>	1
Outras fontes	11

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

Observa-se que 22 trabalhos utilizaram apenas a variável ESG, como indicador de desempenho sustentável das empresas. Segundo Shaikh (2022), ESG é a pontuação não financeira que acompanha as práticas de sustentabilidade em termos ambientais, sociais e de governança. Por fornecer informações que vão além dos indicadores financeiros convencionais, essa métrica se distingue das formas tradicionais de desempenho corporativo (Buallay et al., 2020a).

Galbreath (2013) destaca que a métrica ESG passou a ser um indicador-chave do desempenho não financeiro das empresas. Para Minutolo et al. (2019), a pontuação ESG reflete uma decisão estratégica voltada à transparência corporativa. A divulgação de dados ESG, de acordo com Chen e Xie (2022), é essencial para mitigar a assimetria de informações entre as empresas e os stakeholders. Além disso, a divulgação ESG pela empresa é um fator de destaque que impulsiona o desempenho corporativo e atrai mais investimentos (Veeravel et al., 2024).

A maioria dos trabalhos (48) combinaram o uso do índice ESG com a análise separada dos pilares individuais: ambiental (E), social (S) e de governança (G). De acordo com Cek e Eyupoglu (2020), o pilar ambiental está relacionado a impactos como emissão de carbono e inovação de produtos. O pilar social diz respeito a direitos humanos, igualdade e

responsabilidade com a comunidade e o pilar de governança refere-se à estrutura, políticas e estratégias da gestão corporativa.

Humphrey et al. (2012) destacam a importância de analisar separadamente as dimensões ambiental, social e de governança, dado a possibilidade de as empresas apresentarem diferentes níveis de envolvimento em cada uma dessas áreas. Assim sendo, a análise detalhada dessas dimensões pode ser vantajosa para compreender o impacto da divulgação ESG (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021) e determinar os principais fatores que impulsionam o desempenho da empresa (Agarwala et al., 2024).

Embora a maioria dos estudos analisados tenha utilizado um *score* para medir a variável ESG, alguns recorreram ao uso de variáveis *dummies* para indicar a divulgação ESG e suas dimensões (Aboud & Diab, 2018, 2019; Chen & Xie, 2022; Cheng et al., 2024). A análise de conteúdo, utilizada para medir a divulgação ESG por meio da identificação e quantificação das informações presentes nos relatórios de sustentabilidade, foi adotada em alguns estudos mais recentes (Zahid et al., 2023; Rahman et al., 2023; Treepongkaruna & Suttipun, 2024). Como o impacto da divulgação ESG sobre o desempenho das empresas não ocorre de maneira imediata (Al Hawaj & Buallay, 2022; Buallay et al., 2022), alguns autores (24 dos 70 estudos analisados) optaram por incluir a variável ESG defasada em suas análises, buscando captar melhor os efeitos ao longo do tempo.

De forma geral, os resultados indicam uma forte convergência metodológica em torno do uso de scores ESG, apesar das críticas recorrentes relacionadas à falta de padronização nas métricas e nos critérios de cálculo dos ratings, aos possíveis vieses de mensuração e à heterogeneidade entre provedores de *scores*. Essa predominância sugere que parte da literatura pode estar reproduzindo limitações metodológicas comuns, o que contribui para resultados empíricos divergentes sobre a relação ESG–desempenho. Ao mesmo tempo, a crescente adoção de análises desagregadas, variáveis alternativas e medidas defasadas indica um movimento recente da literatura em direção a melhores abordagens, buscando captar a natureza multidimensional, dinâmica e contextual do ESG. Assim, a principal implicação observada é que os resultados empíricos não dependem apenas do desempenho sustentável das empresas, mas também das escolhas metodológicas adotadas para mensurá-lo, incluindo a seleção de indicadores, a agregação em *scores* e a fonte do *rating* utilizado.

Na segunda categoria, referente às fontes de dados utilizadas, destaca-se a predominância das bases de dados *Bloomberg* (28 trabalhos) e LSEG, antiga *Thomson Reuters*, (25 trabalhos). O índice de divulgação ESG fornecido pela Bloomberg é baseado nas informações disponíveis nos relatórios anuais, relatórios de responsabilidade social corporativa

e sites das empresas (Albitar et al., 2020). Azmi et al. (2021) destacam que a Bloomberg atribui uma pontuação ESG de 0,1 a 100, ajustada por setor, penalizando empresas que não divulgam algum indicador. Por outro lado, a base de dados LSEG fornece informações sobre o desempenho ESG de uma empresa de forma sistemática e transparente (Cek & Eyupoglu, 2020), seus scores variam de 0% a 100%, sendo calculados com base em informações sobre diversos aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa (Makridou et al., 2024).

Outras fontes de dados sobre ESG foram utilizadas em 17 estudos, demonstrando diferentes estratégias para a mensuração da divulgação ESG. Foram usadas bases como a *Standard and Poor's* (Aboud & Diab, 2018; Habib & Mourad, 2023; Jung & Yoo, 2023), *SynTao Green Finance* (Zhou et al., 2022), *Modern Index Strategy Indexes - MSCI* (Brogi & Lagasio, 2019), CSRHub (Sandberg et al., 2023), dentre outras. Ademais, Chung et al. (2023) desenvolveram um índice próprio, construído manualmente a partir das diretrizes do Guia de Relatórios ESG emitido pela Bolsa de Valores de Hong Kong.

Os estudos sobre ESG testaram as hipóteses principalmente por meio de modelos de regressão, com destaque para a regressão em painel, utilizada em 23 artigos, o que corresponde a 32,9% da amostra. Outros métodos adotados incluem, mínimos quadrados ordinários (OLS) e modelagem de equações estruturais por mínimos quadrados parciais (PLS-SEM). Também são aplicados modelos mais específicos, como regressão quantílica, mínimos quadrados generalizados (GLS), variáveis instrumentais, regressões multiníveis e método generalizado de momentos (GMM). Com base na análise dos estudos do portfólio, observa-se que a adoção de técnicas que se complementam ou que aprimoram os estudos pode ser utilizada para enriquecer a análise da relação entre ESG e desempenho organizacional.

4.2 Impacto da Divulgação ESG no Desempenho Organizacional

Com o propósito de identificar os resultados provocados pela divulgação ESG no desempenho organizacional, nesta revisão sistemática os estudos foram categorizados em: 1) os que documentam uma relação entre ESG-desempenho; 2) os que evidenciam o efeito de variáveis moderadoras e mediadoras na relação entre ESG-desempenho; e 3) os que comprovam a relação entre ESG-desempenho em setores específicos. A Tabela D1 (painel A), em anexo, apresenta a classificação dos estudos, com os objetivos, países de origem das amostras e principais resultados, oferecendo uma visão geral do impacto da divulgação ESG no desempenho organizacional em diferentes contextos.

De modo geral, parte dos estudos identifica efeitos positivos da divulgação ESG sobre o valor das empresas (Aboud & Diab, 2018; Tahmid et al., 2022). Contudo, esses resultados

não são homogêneos. Por exemplo, Cheng et al. (2024) mostram que, no contexto pós Covid-19, apenas a dimensão ambiental manteve impacto significativo, sugerindo que choques sistêmicos podem alterar a relevância relativa das dimensões ESG. Esse achado indica que o efeito da divulgação não é estruturalmente estável, mas condicionado ao ambiente econômico.

Nos países desenvolvidos, há maior consistência na associação positiva entre práticas ESG-desempenho financeiro (Brogi & Lagasio, 2019; Minutolo et al., 2019; Nguyen et al., 2022) e econômico (Cek & Eyupoglu, 2020). Esse padrão pode refletir mercados de capitais mais eficientes, maior pressão regulatória e investidores mais sensíveis a critérios ESG. Em contraste, embora vários estudos em países em desenvolvimento também encontrem relações positivas (Kumar & Firoz, 2022; Chung et al., 2023; Lee & Isa, 2023, entre outros), há evidências de neutralidade ou ausência de impacto (Masongweni & Simo-Kengne, 2024). Esta divergência pode decorrer de menor maturidade institucional, assimetria informacional mais elevada e menor integração do ESG às decisões de investimento nesses mercados.

A análise multinacional reforça essa heterogeneidade. Enquanto alguns estudos apontam efeito positivo da divulgação ESG em amostras internacionais (Tahmid et al., 2022; Gonçalves et al., 2023; Saha & Khan, 2024), Shaikh (2022) identifica impacto negativo sobre o desempenho financeiro. Garcia e Orsato (2020) mostram que, em países desenvolvidos, a relação tende a ser positiva, ao passo que em economias emergentes pode ser negativa. Esse contraste sugere que o ESG pode ser percebido como investimento estratégico em contextos institucionais sólidos, mas como custo adicional em ambientes onde os retornos reputacionais e financeiros são menos imediatos.

Além das diferenças institucionais, parte das inconsistências decorre das métricas de desempenho utilizadas. Habib e Mourad (2023) identificam melhora no desempenho de mercado, mesmo sob restrições financeiras, enquanto Velte (2017) encontra associação com ROA, mas não com Q de Tobin. Contudo, Firmansyah et al. (2023) observam redução no Q de Tobin e ausência de relação com ROE. Esses resultados sugerem que o ESG pode impactar de maneira distinta o desempenho de curto prazo contábil (ROA e ROE) e o desempenho de mercado (futuras de Tobin), refletindo horizontes temporais diferentes na precificação dos benefícios da sustentabilidade.

A literatura revela ainda que a relação entre ESG-desempenho corporativo apresenta características não lineares. Nollet et al. (2016) identificam formato em U, sugerindo que os benefícios surgem apenas após determinado nível de investimento. Em contrapartida, Pu (2023) encontra relação em U invertido, indicando que níveis excessivos de intensidade ESG podem gerar retornos decrescentes. Agarwala et al. (2024) também apontam padrão em U para

desempenho de mercado. Tais evidências sugerem que ESG pode gerar valor até certo ponto, mas investimentos excessivos, sobretudo quando motivados por pressões, podem reduzir eficiência ou sinalizar má alocação de recursos.

Para aprofundar a compreensão da relação entre divulgação ESG-desempenho organizacional, diversos estudos incorporaram variáveis moderadoras e mediadoras (Tabela D1, Painel B). Segundo Baron e Kenny (1986), uma variável moderadora altera a força e/ou a direção da relação entre a variável independente e a variável dependente, indicando que o efeito de uma sobre a outra varia conforme determinadas condições. Entretanto, a mediação ocorre quando a variável independente influencia uma terceira variável (mediadora), que, por sua vez, exerce efeito sobre a variável dependente, configurando um mecanismo intermediário na relação causal.

A Tabela A5 traz as variáveis moderadoras e mediadoras que foram utilizadas para investigar como fatores internos, externos e contextuais influenciam a relação entre desempenho ESG e desempenho organizacional

Tabela A5. Relação ESG e Desempenho por meio de Moderadores ou Mediadores

Variáveis Moderadoras
Relato integrado e mecanismos de governança
Poder do CEO
Tamanho da empresa
Folga financeira e diversificação geográfica internacional
Representação do sindicato e representação do conselho de acionistas empregados
Tamanho da empresa
Índices de Investidores ESG
Incerteza da política econômica, incerteza do preço do petróleo e nível de alavancagem
Lucro
Qualidade do controle Interno
Dimensões da cultura nacional
Quatro comitês permanentes do conselho (auditoria, remuneração, nomeação e sustentabilidade)
Vantagem competitiva
Estratégia de sustentabilidade e compromisso da alta administração
Dimensões culturais de Hofstede
Folga financeira
Covid-19
Índice de gênero, experiência no exterior, formação, função, idade e afiliações
Variáveis Mediadoras
Desempenho financeiro, dividido em: índice de rentabilidade, capacidade operacional e capacidade de crescimento mediadora
Sistema jurídico, Direitos de proteção dos investidores, Cultura nacional e Nível de corrupção
Vantagem competitiva

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

No âmbito interno, mecanismos de governança, como concentração de propriedade e participação de mulheres no conselho administrativo, influenciam esta relação (Albitar et al., 2020). O poder do CEO intensifica os efeitos positivos do desempenho ESG (Velte, 2020), sugerindo que a liderança executiva determina se as práticas ESG serão estratégicas ou

meramente simbólicas. De forma semelhante, o porte da empresa (Ahmad et al., 2021; Rahi et al., 2021) e a folga financeira (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Singh et al., 2023) afetam os resultados, indicando que empresas maiores e com mais recursos têm maior capacidade de absorver custos iniciais e transformar ESG em vantagem competitiva. Em contraste, deficiências nos controles internos enfraquecem essa relação (Boulhaga et al., 2023), sugerindo que, sem estruturas sólidas, a divulgação ESG pode não se traduzir em desempenho efetivo.

A composição dos conselhos e comitês também gera resultados ambíguos. Enquanto a presença de representantes de funcionários e acionistas fortalece o desempenho ESG (Nekhili et al., 2021), certos comitês, como de auditoria e de sustentabilidade, apresentam efeitos negativos sobre o desempenho contábil (Elmghaamez et al., 2023). Além disso, maior diversidade nos conselhos pode afetar negativamente a relação ESG-desempenho financeiro (Wu et al., 2024). Essas inconsistências sugerem que estruturas de governança mais complexas podem aumentar custos de coordenação ou priorizar objetivos múltiplos, reduzindo impactos financeiros de curto prazo.

Outras variáveis reforçam o caráter contingencial da relação. O lucro empresarial (Kumar et al., 2022) e a influência de investidores ESG (Chen & Xie, 2022) demonstram que a pressão do mercado e a rentabilidade prévia moldam os efeitos do desempenho ESG. De maneira convergente, Rahman et al. (2023) apontam que a estratégia de sustentabilidade e o compromisso da alta administração fortalecem a relação entre ESG, ROA e Q de Tobin, sugerindo que os benefícios financeiros emergem quando ESG é integrado ao núcleo estratégico da organização. A variável Covid-19 apresentou resultados divergentes (Maji & Lohia, 2024; Malik & Kashiramka, 2024), evidenciando que choques externos podem alterar temporariamente a percepção e a precificação das práticas ESG.

Jung e Yoo (2023) observam que as dimensões culturais de Hofstede têm sido analisadas como moderadoras da relação entre divulgação ESG-desempenho financeiro. DasGupta e Roy (2023) mostram que individualismo, masculinidade e orientação de longo prazo fortalecem os efeitos positivos do ESG, indicando que culturas mais competitivas e orientadas ao desempenho tendem a valorizar iniciativas sustentáveis como estratégia de criação de valor. De forma complementar, Shin et al. (2023) confirmam os efeitos positivos do individualismo e da masculinidade, mas evidenciam maior distância de poder e aversão à incerteza podem enfraquecer a relação ESG–desempenho ao reduzir incentivos à transparência e à inovação sustentável. Por sua vez, Wasiuzzaman et al. (2023) encontram efeitos mais restritos, com

relevância concentrada em distância de poder e orientação de longo prazo, enquanto outras dimensões apresentam impacto limitado.

Por fim, estudos que incorporam variáveis mediadoras indicam que ESG frequentemente atua de forma indireta. Zhou et al. (2022) mostram que o desempenho ESG melhora capacidade operacional e valor de mercado, mas não afeta diretamente rentabilidade. Rohendi et al. (2024) apontam que a vantagem competitiva medeia positivamente a relação entre divulgação ESG e valor da empresa. Estes achados sugerem que ESG pode gerar benefícios estratégicos intermediários que só posteriormente se refletem nos indicadores financeiros.

Os estudos setoriais (Tabela D1, painel C) revelam que a relação entre ESG-desempenho não é uniforme, sendo impactada pela natureza da indústria, pelo ambiente regulatório e pelo estágio de desenvolvimento econômico. No setor bancário, por exemplo, Buallay (2020) e Azmi et al. (2021) identificaram efeitos positivos no mercado em países desenvolvidos e no desempenho financeiro em países em desenvolvimento, sugerindo que ESG pode funcionar como mecanismo de sinalização reputacional em mercados mais sofisticados e como instrumento de legitimidade institucional em economias emergentes. Benefícios financeiros também foram observados em bancos de países emergentes (Buallay et al., 2020a), enquanto no Sudeste Asiático foi relatado um efeito negativo (Gutiérrez-Ponce & Wibowo, 2024), indicando que custos de conformidade e menor maturidade institucional podem superar ganhos reputacionais. El Khoury et al. (2023) identificam relação não linear na região do Oriente Médio, Norte da África e Turquia (MENAT), sugerindo que níveis intermediários de ESG podem não gerar retornos imediatos Zahid et al. (2023) demonstram que, no Paquistão, a Covid-19 levou o setor bancário a intensificar a adoção de práticas ESG, e o aumento destas práticas pode ter sido impulsionado pelo contexto específico de crise sanitária e econômica, que elevou a pressão por maior transparência, responsabilidade corporativa e gestão de riscos.

Estudos comparativos indicam que a divulgação ESG exerce impactos distintos em diferentes setores e regiões. No setor industrial, a divulgação ESG beneficia o desempenho, enquanto no setor bancário, pode prejudicá-lo (Buallay et al., 2020b). Em estudo sobre sete setores globais, ESG teve impacto positivo em energia, manufatura, varejo e turismo, mas efeitos negativos no setor bancário e de tecnologia (Al Hawaj e Buallay, 2022). Na região MENA, há efeitos positivos no desempenho operacional e financeiro em setores como energia, manufatura, varejo e turismo, e negativos no setor bancário, com uma relação majoritariamente positiva no desempenho de mercado, exceto para os setores bancário e de tecnologia da informação (Buallay, 2022c). Buallay (2024) comparou o setor de TI com outros setores,

identificando uma relação negativa entre ESG-desempenho de mercado. Os impactos envolvendo ESG-desempenho operacional e financeiro no setor de TI não foram estatisticamente significativos, assim como em agricultura, indústria alimentícia e energia. Os achados sugerem que setores intensivos em ativos tangíveis e fortemente regulados podem obter ganhos operacionais mais claros, enquanto setores baseados em capital intangível talvez já internalizem práticas de governança, reduzindo o impacto incremental ESG.

No setor de energia, Alhawaj et al. (2023) encontraram melhora apenas no desempenho operacional, enquanto Makridou et al. (2024) apontam efeito negativo sobre rentabilidade, sugerindo que altos investimentos ambientais podem gerar custos de curto prazo. Na indústria alimentícia, Buallay (2022b) identificou associação positiva apenas com desempenho financeiro, e Sandberg et al. (2023) confirmam efeitos positivos amplos na Europa, possivelmente refletindo maior pressão regulatória e preferência do consumidor por sustentabilidade. No setor de turismo, Bodhanwala e Bodhanwala (2022) observaram efeitos negativos no Q de Tobin nos segmentos de transporte e hotelaria, indicando que, em atividades caracterizadas por margens mais estreitas, o mercado pode interpretar investimentos em ESG como custos adicionais. Em empresas de alta tecnologia de Taiwan, foi identificada uma relação côncavo-convexa entre ESG e valor da empresa, com efeitos dos pilares ambiental e social, mas não de governança (Wu & Chang, 2022). Kalia e Aggarwal (2023) verificaram que a pontuação ESG e seus pilares influenciam o desempenho financeiro de empresas de saúde, com efeitos positivos em economias desenvolvidas e negativos ou insignificantes em economias em desenvolvimento, reforçando a importância do contexto institucional.

Há trabalhos que, além de considerarem o índice ESG, também testaram individualmente os pilares ambiental, social e de governança, revelando impactos positivos associados a um ou mais desses componentes. Em alguns estudos, a governança se destaca como o pilar ESG com maior impacto no desempenho financeiro e no valor de mercado, superando os demais componentes (Velte, 2017; Maji & Lohia, 2024). Chininga et al. (2023) e Cheng et al. (2024) concluíram que o pilar ambiental influencia positivamente os resultados financeiros e de mercado, e o valor das empresas. Ainda, Tahmid et al. (2022) e Gonçalves et al. (2023) enfatizam que, no contexto das empresas da União Europeia, as iniciativas sociais ESG recebem maior atenção, refletindo seu impacto positivo sobre o desempenho.

Alguns estudos sugerem que dois pilares ou subcomponentes ESG se destacam em relação ao terceiro pilar. Verificou-se influência dos pilares social e de governança sobre o desempenho econômico (Cek & Eyupoglu, 2020; Masongweni et al., 2024), relação positiva entre os pilares ambiental e de governança (Kumar e Firoz, 2022) e impacto positivo das três

dimensões sobre o ROA, com efeitos positivos dos pilares ambiental e social sobre o Q de Tobin (Rahman et al., 2023). Tais resultados podem estar associados tanto às diferenças nas métricas de desempenho utilizadas - sugerindo que parte das divergências decorre de escolhas metodológicas e não, necessariamente, de diferenças estruturais entre empresas - quanto aos distintos níveis de consolidação dos pilares ESG e às variações no foco estratégico entre as dimensões ambiental, social e de governança, os quais tendem a gerar impactos heterogêneos sobre o desempenho organizacional.

A relação entre os subcomponentes ESG e o desempenho organizacional é complexa e varia conforme o pilar e o tipo de desempenho. Segundo Nollet et al. (2016), a relação em forma de U ocorre apenas entre o subcomponente de governança e o desempenho financeiro. A investigação de Kumar et al. (2022) revelou que os atributos ambientais e sociais têm uma relação em forma de U com o desempenho financeiro, enquanto o pilar de governança, inicialmente sem efeito, apresenta uma relação em U invertido ao interagir com os lucros. Por sua vez, Agarwala et al. (2023) concluíram que os componentes social e de governança reportam uma relação linear positiva com todos os indicadores de desempenho, enquanto o componente ambiental mostra uma relação em U com o desempenho de mercado. Em empresas de alta tecnologia de Taiwan, os pilares ambiental e social têm efeito côncavo-convexo sobre o valor da empresa (Wu & Chang, 2022). Nos bancos da região MENAT, foi comprovado que o pilar de governança tem relação côncava com o desempenho contábil, e o ambiental, relação convexa com o retorno de mercado (El Khoury et al., 2023). A multiplicidade de formatos (linear, U, U invertido, côncavo-convexo) evidencia ausência de padrão consolidado, indicando que os retornos do ESG podem depender do nível de investimento, do setor e do contexto institucional.

Em determinados contextos, os pilares ESG podem impactar negativamente o desempenho das empresas. A análise dos componentes ambiental, social e de governança revelou uma relação negativa entre esses fatores e o desempenho financeiro de empresas multilatinas (Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel, 2021). Shaikh (2022) observou que a dimensão ambiental prejudica o desempenho financeiro, a social afeta negativamente a lucratividade, enquanto a governança contribui positivamente para a eficiência operacional e o valor de mercado. Firmansyah et al. (2023) identificaram que, entre os componentes ESG, a divulgação ambiental se associou positivamente ao ROE, ao passo que a divulgação social teve um efeito negativo sobre o Q de Tobin e a divulgação de governança aumentou o Q de Tobin, embora tenha reduzido o ROE.

A Tabela A6 apresenta um resumo dos principais resultados encontrados em estudos sobre a divulgação ESG e seu impacto no desempenho organizacional.

Tabela A6. Resumo dos Principais Resultados da Divulgação ESG e o Impacto no Desempenho Organizacional

Relação entre ESG e Desempenho	
Resultados-chave	Autores
Positivo entre ESG-desempenho/dimensão ambiental positiva no pós Covid-19, resultados limitados a um contexto	Aboud e Diab (2018); Cheng et al. (2024)
ESG é positivo tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento	Brogi e Lagasio (2019); Minutolo et al. (2019); Cek e Eyupoglu (2020); Kumar e Firoz (2022); Chininga et al. (2023); Chung et al. (2023); Lee e Isa (2023); Maji e Lohia (2023); Sinha Ray e Goel (2023); Treepongkaruna e Suttipun (2024); Veeravel et al., (2024)
ESG não afeta o desempenho em economias em desenvolvimento	Masongweni e Simo-Kengne (2024)
Amostras de diferentes países mostram que ESG traz melhoria no desempenho empresarial	Tahmid et al. (2022); Gonçalves et al. (2023); Saha e Khan (2024)
Conjuntos de dados de países diferentes indicam impacto negativo entre ESG-desempenho financeiro.	Shaikh (2022)
ESG mostra-se positivo em países desenvolvidos e negativo em países emergentes	Garcia e Orsato (2020)
Resultados variados ao examinar divulgação ESG e distintas métricas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin)	Velte (2017); Habib e Mourad (2023); Firmansyah et al. (2023)
Relações não lineares entre divulgação ESG-desempenho	Nollet et al. (2016); Bruna et al. (2022); Pu (2023); Agarwala et al. (2024)
Variáveis Moderadoras e Mediadoras na Relação entre ESG e Desempenho	
Resultados-chave	Autores
Fatores organizacionais internos (mecanismos de governança, poder do CEO, tamanho da empresa, deficiências de controle interno e folga financeira) são moderadoras desta relação	Albitar et al. (2020); Velte (2020); Ahmad et al. (2021); Rahi et al. (2021); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Singh et al. (2023); Boulhaga et al., (2023)
Composição dos conselhos e comitês são moderadoras da relação entre ESG-desempenho financeiro	Nekhili et al. (2021); Elmghamez et al. (2023); Wu et al. (2024)
Lucro, investidores ESG, estratégia de sustentabilidade e compromisso da alta administração atuam como moderadores, potencializando efeitos positivos no desempenho	Kumar et al. (2022); Chen e Xie (2022); Rahman et al. (2023)
Covid-19 modera a relação ESG-desempenho financeiro	Maji e Lohia (2024); Malik e Kashiramka (2024)
Variáveis externas moderadoras - revoluções na região MENA, relato integrado, diversificação geográfica, diferentes dimensões ESG e mercados competitivos - influenciam a dinâmica da relação ESG-desempenho	Aboud e Diab (2019); Albitar et al. (2020); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Hamdi et al. (2022); Jung e Yoo (2023)
Dimensões culturais moderam a relação entre ESG-desempenho financeiro	DasGupta e Roy (2023b); Shin et al. (2023); Wasiuzzaman et al. (2023)
Desempenho financeiro, fatores contextuais e vantagem competitiva medeiam de forma positiva esta relação	Zhou et al. (2022); DasGupta e Roy (2023b); Rohendi et al. (2024)
Relação entre ESG e Desempenho em Setores Específicos	
Resultados-chave	Autores
No setor bancário, os resultados variam regionalmente, com efeitos positivos, negativos ou não lineares	Buallay (2020); Buallay et al. (2020); Azmi et al., (2021); Gutiérrez-Ponce e Wibowo (2024); Khoury et al. (2023); Zahid et al. (2023)

Estudos comparativos entre setores indicam impactos positivos na indústria e negativos em bancos e tecnologia	Buallay et al. (2020b); Al Hawaj e Buallay (2022); Buallay (2022c); Buallay (2024)
Melhoria no desempenho operacional e redução na rentabilidade das empresas	Alhawaj et al. (2023); Makridou et al. (2024)
No setor alimentício, ESG está ligado a melhor desempenho financeiro	Buallay (2022b); Sandberg et al. (2023)
ESG e seus componentes mostram um efeito negativo no Q de Tobin nos setores de transportes e hotelaria	Bodhanwala e Bodhanwala (2022)
Relação côncavo-convexa dos pilares ambiental e social em empresas de alta tecnologia entre ESG e valor da empresa	Wu e Chang (2022)
ESG melhora desempenho financeiro de empresas de saúde em países desenvolvidos, mas não em desenvolvimento	Kalia e Aggarwal (2023)

Pilares Ambiental, Social e de Governança e Desempenho	
Resultados-chave	Autores
Somente um dos pilares, seja ele ambiental, social ou de governança tem efeito positivo no desempenho	Velte (2017); Maji e Lohia (2024); Chininga et al. (2023); Cheng et al. (2024); Tahmid et al. (2022); Gonçalves et al. (2023)
Os pilares ESG podem gerar resultados variados, com dois pilares ou três pilares mostrando impacto significativo	Cek e Eyupoglu (2020); Kumar e Firoz (2022); Rahman et al. (2023); Masongweni et al. (2024)
Os pilares ESG apresentam efeitos significativos diferentes, seguindo relações não lineares, como em forma de U ou U invertido.	Nollet et al. (2016); Kumar et al. (2022); Wu e Chang (2022); Agarwala et al. (2023); El Houry et al. (2023)
Os pilares ESG podem impactar negativamente o desempenho das empresas	Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel, (2021); Shaikh (2022); Firmansyah et al. (2023)

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

4.3 Indicações de Pesquisas Futuras

A Tabela A7 apresenta caminhos para oportunidades de pesquisas. As lacunas de pesquisa e as questões propostas surgiram das análises dos estudos que compõem o portfólio da revisão sistemática da literatura, refletindo padrões recorrentes, limitações metodológicas e oportunidades de investigação identificadas no conjunto das pesquisas examinadas.

Tabela A7. Possibilidades de Pesquisa sobre ESG e Desempenho Organizacional

Tema de Pesquisa	Lacuna Identificada	Questões de pesquisa para estudos futuros
1. Métodos Alternativos de Mensuração ESG	Forte dependência de <i>ratings</i> secundários e <i>proxies</i> agregadas, com problemas de padronização e viés metodológico	Q1: Como diferentes métodos de mensuração da divulgação ESG (conteúdo textual, indicadores proprietários, métricas auditadas) afetam a magnitude e significância da relação ESG–desempenho? Q2: A utilização de modelos econométricos alternativos (ex.: GMM, modelos dinâmicos) altera a robustez dos resultados encontrados na literatura?
2. Dados Primários e Fontes Alternativas	Predominância de dados secundários; ausência de evidências sobre motivações gerenciais subjacentes	Q3: Quais as motivações estratégicas dos gestores para investir em práticas ESG e como essas motivações influenciam o desempenho financeiro? Q4: Dados extraídos de redes sociais, mídia ou entrevistas produzem resultados diferentes dos <i>ratings</i> tradicionais de ESG?
3. Integração de Métodos Quantitativos e Qualitativos	Poucos estudos exploram elementos que potencializam a relação a relação ESG-desempenho	Q5: Quais mecanismos organizacionais medeiam a relação entre ESG-desempenho financeiro? Q6: Quais fatores contextuais (regulação, cultura organizacional, pressão institucional) moderam essa relação?

4. Governança e Estrutura do Conselho	Resultados inconclusivos sobre o papel de mecanismos de governança na efetividade do ESG	Q7: A presença de comitês de sustentabilidade no conselho de administração fortalece o impacto da divulgação ESG sobre o desempenho? Q8: Diversidade de gênero e concentração acionária moderam a relação ESG e valor da firma?
5. Variáveis Omitidas e Capacidade Gerencial	Possível viés de variáveis omitidas na relação ESG-desempenho	Q9: A capacidade gerencial e a qualidade do controle interno explicam resultados inconsistentes na literatura ESG–desempenho? Q10: O efeito ESG permanece significativo após o controle por habilidades gerenciais?
6. ESG, Risco e Resiliência	Evidências emergentes sobre ESG como mitigador de risco, ainda pouco consolidadas	Q11: Empresas com maior desempenho ESG apresentam maior resiliência a crises econômicas e choques externos? Q12: O ESG reduz custo de capital e risco idiossincrático em setores vulneráveis?
7. Estudos Comparativos Internacionais e Setoriais	Predominância de estudos concentrados em países desenvolvidos	Q13: A relação ESG-desempenho difere entre países desenvolvidos e em desenvolvimento? Q14: Setores intensivos em carbono apresentam relações distintas entre ESG-desempenho financeiro?
8. ESG e Greenwashing em Países em Desenvolvimento	Escassez de estudos que diferenciem desempenho ESG real de práticas simbólicas	Q15: O <i>greenwashing</i> compromete a relação positiva entre divulgação ESG e valor da firma? Q16: Investidores em mercados emergentes distinguem divulgação simbólica de desempenho ESG substantivo?
9. Relações Não Lineares e Interações entre Pilares ESG	Predomínio de modelos lineares na literatura	Q17: A relação entre ESG-desempenho é não linear (ex.: formato U ou U invertido)? Q18: Interações entre os pilares ambiental, social e governança geram efeitos sinérgicos ou compensatórios sobre o desempenho?

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

Conforme sugestões apresentadas na Tabela A6, pesquisas sobre ESG-desempenho organizacional podem adotar abordagens mais diversificadas, combinando métodos quantitativos e qualitativos, utilizando diferentes fontes de dados. Fatores contextuais, como governança, diversidade e liderança, influenciam essa relação, especialmente em mercados emergentes. O uso de modelos avançados também possibilita analisar interações entre os pilares ESG de forma mais completa.

As possibilidades de pesquisa são amplas e refletem a crescente complexidade e relevância do tema no cenário corporativo e acadêmico. A diversidade de abordagens metodológicas e temáticas sugere um campo fértil para investigações que busquem evidenciar as múltiplas facetas da integração de práticas ambientais, sociais e de governança nas estratégias empresariais. A combinação de diferentes métodos e a consideração dos contextos organizacionais podem promover avanços no entendimento e na aplicação dessas práticas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo central deste estudo foi sintetizar os impactos diretos, indiretos e setoriais da divulgação ESG sobre o desempenho organizacional, por meio de uma revisão sistemática da literatura. A partir da construção de um portfólio composto por 70 estudos internacionais

selecionados via Proknow-C, foi possível mapear não apenas os resultados predominantes, mas também as inconsistências, lacunas teóricas e fragilidades metodológicas que permeiam esse campo de investigação.

Os achados revelam que a literatura sobre ESG-desempenho é simultaneamente robusta em volume e fragmentada em consistência. Embora a Teoria dos *Stakeholders* seja a perspectiva mais recorrente, observa-se uma ausência significativa de ancoragem teórica explícita em muitos estudos, o que enfraquece a consolidação cumulativa do conhecimento. Ademais, a predominância de *proxies* padronizadas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin) e de *ratings* ESG oriundos de bases como Bloomberg e LSEG evidencia uma dependência excessiva de métricas secundárias, cuja heterogeneidade metodológica pode influenciar os resultados encontrados.

Os resultados empíricos indicam que a evidência de relação entre divulgação ESG-desempenho não é universal nem linear. Evidências positivas coexistem com resultados negativos ou insignificantes, especialmente em economias emergentes. Modelagens não lineares apontam para relações em formato de U ou U invertido, sugerindo que níveis excessivos de divulgação podem gerar custos reputacionais, aumento de escrutínio ou ineficiências alocativas. Além disso, fatores como estrutura de governança, concentração de propriedade, diversidade do conselho, poder do CEO e ambiente institucional emergem como condicionantes críticos. Esses achados implicam que a divulgação de informações ESG não constitui, por si só, uma garantia de superioridade financeira, mas um fenômeno contingente, dependente de contexto e de qualidade de implementação.

Os achados indicam implicações relevantes em três dimensões. No plano teórico, destaca-se a necessidade de avançar na adoção de modelos lineares associativos para abordagens explicativas que considerem mediações, moderações e interações entre os pilares ESG. Metodologicamente, recomenda-se diversificar as estratégias empíricas, combinando dados quantitativos e qualitativos para se avaliar melhor as práticas organizacionais. No âmbito gerencial, evidencia-se que investimentos em ESG requerem alinhamento estratégico e integração à governança, a fim de evitar práticas meramente simbólicas ou riscos de *greenwashing*, com efeitos negativos no longo prazo.

A revisão sistemática realizada permite apontar direções para o avanço do campo. Estudos futuros podem: (i) adotar medidas alternativas de ESG, incorporando questionários, entrevistas e análise de conteúdo para captar dimensões substantivas da prática corporativa; (ii) explorar fontes de dados não convencionais, como redes sociais e cobertura midiática, para obter percepções e avaliar o papel da reputação; (iii) combinar métodos quantitativos e

qualitativos, permitindo triangulação e identificação de mecanismos causais; (iv) incluir variáveis moderadoras e mediadoras, tais como governança corporativa, concentração de propriedade, diversidade de gênero e poder do CEO; (v) aplicar conjuntamente modelos lineares e não lineares, considerando possíveis retornos marginais decrescentes; e (vi) desenvolver estudos comparativos, bidirecionais e intersetoriais, especialmente em economias emergentes, onde as evidências ainda são inconclusivas.

O estudo contribui para o avanço da literatura ao ir além de uma síntese descritiva dos estudos existentes, oferecendo uma integração conceitual capaz de indicar os mecanismos teóricos subjacentes aos efeitos da divulgação de informações ESG. Primeiramente, o estudo promove um refinamento teórico ao sistematizar evidências empíricas dispersas, revelando não apenas padrões de convergência, mas também tensões explicativas e inconsistências estruturais que desafiam pressupostos normativos predominantes na literatura. Em segundo lugar, a análise evidencia limitações epistemológicas e metodológicas recorrentes, como a predominância de abordagens lineares, a dependência excessiva de dados secundários e a fragmentação entre perspectivas teóricas, demonstrando como tais aspectos restringem o desenvolvimento cumulativo do campo. Por fim, a revisão propõe uma agenda de pesquisa orientada teoricamente, baseada na investigação de mecanismos causais, condicionalidades institucionais e estratégias multimétodo, contribuindo para a construção de modelos explicativos mais robustos e para o avanço científico sobre os impactos da divulgação ESG.

Como limitações da pesquisa, ressalta-se que este estudo incluiu apenas artigos em inglês classificados pela ABS em 2024, excluindo livros, capítulos de livros, artigos de eventos e revisões, sem uma avaliação qualitativa prévia. Os critérios de seleção dos artigos podem ser vistos como limitadores, uma vez que o método Proknow-C é decorrente de um processo que envolve a escolha de artigos com base em critérios específicos de relevância e qualidade, o que pode excluir estudos importantes que não atendem a esses critérios.

Em síntese, esta revisão demonstra que embora a literatura sobre ESG-desempenho organizacional tenha crescido, o campo ainda se encontra em processo de consolidação teórica, carecendo de integração conceitual e metodológica. O avanço do campo dependerá da superação de análises meramente associativas e da incorporação de modelos explicativos que considerem contingências institucionais, dinâmicas não lineares e mecanismos organizacionais subjacentes.

REFERÊNCIAS

- Aboud, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>
- Aboud, A., & Diab, A. (2019). The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings: The implications of recent political volatility in Egypt. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(3), 498-520. <https://doi.org/10.1108/sampj-06-2018-0167>
- Agarwala, N., Pareek, R., & Sahu, T. N. (2023). Do firm attributes impact CSR participation? Evidence from a developing economy. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/ijoem-05-2022-0876>
- Agarwala, N., Jana, S., & Sahu, T. N. (2024). ESG disclosures and corporate performance: A non-linear and disaggregated approach. *Journal of Cleaner Production*, 437, 140517. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.140517>
- Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N. N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1900500. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>
- Al Hawaj, A. Y., & Buallay, A. M. (2022). A worldwide sectorial analysis of sustainability reporting and its impact on firm performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 62-86. <http://dx.doi.org/10.1080/20430795.2021.1903792>
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N. and Gerged, A.M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanism. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 28 No. 3, pp. 429-444. <http://dx.doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Alhawaj, A., Buallay, A., & Abdallah, W. (2023). Sustainability reporting and energy sectorial performance: developed and emerging economies. *International Journal of Energy Sector Management*, 17(4), 739-760. <https://doi.org/10.1108/IJESM-10-2020-0020>
- Athanasiadou, C., & Theriou, G. (2021). Telework: systematic literature review and future research agenda. *Heliyon*, 7(10). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08165>
- Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101277>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–12. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management decision*, 56(8), 1734-1747. <https://doi.org/10.1108/MD-04-2017-0381>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2022). Exploring relationship between sustainability and firm performance in travel and tourism industry: a global evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(7), 1251-1269. <http://dx.doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0360>

- Boulhaga, M., Bouri, A., Elamer, A. A., & Ibrahim, B. A. (2023). Environmental, social and governance ratings and firm performance: The moderating role of internal control quality. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(1), 134-145. <https://doi.org/10.1002/csr.2343>
- Brogi, M., & Lagasio, V. (2019). Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 576-587. <https://doi.org/10.1002/csr.1704>
- Bruna, M. G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B., & Rupo, D. (2022). Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 47, 102828. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102828>
- 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. <http://dx.doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0137>
- Buallay, A. M. (2020). Sustainability reporting and bank's performance: comparison between developed and developing countries. *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 16(2), 187-203. <https://doi.org/10.1504/WREMSD.2020.105992>
- Buallay, A., Fadel, S. M., Al-Ajmi, J. Y., & Saudagaran, S. (2020a). Sustainability reporting and performance of MENA banks: is there a trade-off?. *Measuring Business Excellence*, 24(2), 197-221. <https://doi.org/10.1108/MBE-09-2018-0078>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Barone, E. (2020b). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 69 No. 3, pp. 431-445. <http://dx.doi.org/10.1108/IJPPM-10-2018-0371>
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E., Al Mubarak, M., & Hamdan, A. M. (2020c). Corporate social responsibility disclosure and firms' performance in Mediterranean countries: a stakeholders' perspective. *EuroMed Journal of Business*, 15(3), 361-375. <http://dx.doi.org/10.1108/EMJB-05-2019-0066>
- Buallay, A. (2022a). Sustainability reporting and agriculture industries' performance: worldwide evidence. *Journal of Agribusiness in Developing and Emerging Economies*, 12(5), 769-790. <https://doi.org/10.1108/JADEE-10-2020-0247>
- Buallay, A. (2022c). Toward sustainability reporting in the MENA region: the effects on sector's performance. *Managerial Finance*, 48(8), 1137-1155. <http://dx.doi.org/10.1108/MF-09-2021-0422>
- Buallay, A., Al-Ajmi, J., & Barone, E. (2022). Sustainability engagement's impact on tourism sector performance: linear and nonlinear models. *Journal of Organizational Change Management*, 35(2), 361-384. <http://dx.doi.org/10.1108/JOCM-10-2020-0308>
- Buallay, A. (2024). Sustainability Reporting in IT Sector vs. Other Sectors: The Impacts on Multidimensional Performance. *International Journal of E-Business Research (IJEER)*, 20(1), 1-23. <http://dx.doi.org/10.4018/IJEER.339916>
- Cabanillas-Carbonell, M. A., Calderón-Riera, M., & Sanchez-Solís, J. (2021). Educational robot for the care of infectious diseases in children: A review of the scientific literature 2010–2020. *E3S Web of Conferences*, 229, 01059. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202122901059>
- Cek, K., & Eyupoglu, S. (2020). Does environmental, social and governance performance influence economic performance?. *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1165-1184. <http://dx.doi.org/10.3846/jbem.2020.12725>

- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cheng, R., Kim, H., & Ryu, D. (2024). ESG performance and firm value in the Chinese market. *Investment Analysts Journal*, 53(1), 1-15. <http://dx.doi.org/10.1080/10293523.2023.2218124>
- Chininga, E., Alhassan, A. L., & Zeka, B. (2023). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 14 No. 3, pp. 692-713. <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>
- 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://link.springer.com/article/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Chung, R., Bayne, L., & Birt, J. (2023). The impact of environmental, social and governance (ESG) disclosure on firm financial performance: evidence from Hong Kong. *Asian Review of Accounting*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/ara-07-2022-0165>
- Crespi, F., & Migliavacca, M. (2020). The determinants of ESG rating in the financial industry: The same old story or a different tale?. *Sustainability*, 12(16), 6398. <https://doi.org/10.3390/su12166398>
- Da Silva, J. A. T., & Daly, T. (2024). Against over-reliance on PRISMA guidelines for meta-analytical studies. *Rambam Maimonides Medical Journal*, 15(1), e0004. <https://doi.org/10.5041/RMMJ.10518>
- DasGupta, R., & Roy, A. (2023a). Moderation impact of national culture on international firm's environmental, social, governance and financial performance. *International Journal of Intercultural Relations*, 92, 101749. <https://doi.org/10.1016/j.ijintrel.2022.101749>
- DasGupta, R., & Roy, A. (2023b). Firm environmental, social, governance and financial performance relationship contradictions: Insights from institutional environment mediation. *Technological Forecasting and Social Change*, 189, 122341. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.122341>
- Dobers, P., & Halme, M. (2009). Corporate social responsibility and developing countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(5), 237–249. <https://doi.org/10.1002/csr.212>
- Dos Reis Cardillo, M. A., & Basso, L. F. C. (2025). Revisiting knowledge on ESG/CSR and financial performance: A bibliometric and systematic review of moderating variables. *Journal of Innovation & Knowledge*, 10(1), 100648. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2024.100648>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- El Khoury, R., Nasrallah, N., & Alareeni, B. (2023). ESG and financial performance of banks in the MENAT region: concavity–convexity patterns. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 406-430. <http://dx.doi.org/10.1080/20430795.2021.1929807>

- Elmghamez, I. K., Nwachukwu, J., & Ntim, C. G. (2023). ESG disclosure and financial performance of multinational enterprises: The moderating effect of board standing committees. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2846>
- Ensslin, L., Ensslin, S. R., Lacerda, R. T. O., & Tasca, J. E. (2010). Processo de Seleção de Portfólio Bibliográfico. Processo técnico com patente de registro pendente junto ao INPI. Brasil
- Firmansyah, E. A., Umar, U. H., & Jibril, R. S. (2023). Investigating the effect of ESG disclosure on firm performance: The case of Saudi Arabian listed firms. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2287923. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2287923>
- Garcia, A. S., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3261-3272. <https://doi.org/10.1002/bse.2570>
- Gonçalves, T. C., Barros, V., & Avelar, J. V. (2023). Environmental, social and governance scores in Europe: what drives financial performance for larger firms?. *Economics and Business Letters*, 12(2), 121-131. <https://doi.org/10.17811/ebf.12.2.2023.121-131>
- 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>
- Gonçalves, T. C., Dias, J., & Barros, V. (2022). Sustainability performance and the cost of capital. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), 63. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>
- Grodt, J. A. dos S., Degenhart, L., Magro, C. B. D., Ávila, L. V., & Piccinin, Y. G. (2024). Divulgação ESG e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35(94). <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231811.en>
- Gutiérrez-Ponce, H., & Wibowo, S. A. (2024). Do sustainability practices contribute to the financial performance of banks? An analysis of banks in Southeast Asia. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1418-1432. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.2641>
- Habib, A. M., & Mourad, N. (2023). The influence of environmental, social, and governance (ESG) practices on US firms' performance: Evidence from the coronavirus crisis. *Journal of the Knowledge Economy*, 1-22. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>
- Hamdi, K., Guenich, H., & Ben Saada, M. (2022). Does corporate financial performance promote ESG: Evidence from US firms. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2154053. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2154053>
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. *Australian Journal of Management*, 37(2), 135-151. <https://doi.org/10.1177/0312896211410081>
- Ifeanyi, O. E., Oge, M. G., & Gozie, A. C. (2016). Effective stakeholders management in banking industries. *International Journal of Information, Business and Management*, 8(3), 112. <https://doi.org/10.1177/0312896211410081>
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jung, Y. L., & Yoo, H. S. (2023). Environmental, social, and governance activities and firm performance: Global evidence and the moderating effect of market competition. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 2830-2839. <https://doi.org/10.1002/csr.2518>
- Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 14 No. 1, pp. 155-176. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>
- Khalid, F., Razzaq, A., Ming, J., & Razi, U. (2022). Firm characteristics, governance mechanisms, and ESG disclosure: how caring about sustainable concerns?. *Environmental Science and Pollution Research*, 29(54), 82064-82077. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-21489-z>
- Kumar, P., & Firoz, M. (2022). Does Accounting-based Financial Performance Value Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(1), 41-72. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i1.4>
- Kumar, A., Gupta, J., & Das, N. (2022). Revisiting the influence of corporate sustainability practices on corporate financial performance: An evidence from the global energy sector. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3231-3253. <https://doi.org/10.1002/bse.3073>
- Lee, S.-P. & Isa, M. (2023). Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 14 No. 2, pp. 295-314. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183>
- Macedo, P. de S., Rocha, P. S., Rocha, E. T., Tavares, G. F., & Jucá, M. N. (2022). O Impacto do ESG no Valor e Custo de Capital das Empresas. *Contabilidade Gestão E Governança*, 25(2), 159–175. <https://doi.org/10.51341/cgg.v25i2.2802>
- Maji, S. G., & Lohia, P. (2023). Environmental, social and governance (ESG) performance and firm performance in India. *Society and Business Review*, 18(1), 175-194. <https://doi.org/10.1108/SBR-06-2022-0162>
- Maji, S. G., & Lohia, P. (2024). Assessing the effect of core and expanded ESG on corporate financial performance: COVID-19's moderating role. *Journal of Indian Business Research*, 16(2), 244-264. <https://doi.org/10.1108/JIBR-07-2023-0233>
- Makridou, G., Doumpos, M., & Lemonakis, C. (2024). Relationship between ESG and corporate financial performance in the energy sector: empirical evidence from European companies. *International Journal of Energy Sector Management*, 18(4), 873-895. <https://doi.org/10.1108/ijesm-01-2023-0012>
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2024). Impact of ESG disclosure on firm performance and cost of debt: empirical evidence from India. *Journal of Cleaner Production*, 448, 141582. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141582>
- Manaf, K. B. A., Ishak, R., & Elham, F. (2024). ESG Reporting and Accounting Conservatism of Malaysian Firms. *PaperASIA*, 40(5b), 215-220. <https://doi.org/10.59953/paperasia.v40i5b.215>
- Masongweni, V. V., & Simo-Kengne, B. D. (2024). The impact of sustainable investment on firm performance in South Africa. *South African Journal of Accounting Research*, 38(2), 146-173. <https://doi.org/10.1080/10291954.2024.2306701>

- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340–363. <https://doi.org/10.1086/226550>
- Minutolo, M. C., Kristjanpoller, W. D., & Stakeley, J. (2019). Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1083-1095. <https://doi.org/10.1002/bse.2303>
- Nekhili, M., Boukadhaba, A., & Nagati, H. (2021). The ESG–financial performance relationship: Does the type of employee board representation matter?. *Corporate Governance: An International Review*, 29(2), 134-161. <https://doi.org/10.1111/corg.12345>
- Nguyen, D. T., Hoang, T. G., & Tran, H. G. (2022). Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2), 91-102. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
- Ntim, C. G., & Soobaroyen, T. (2013). Corporate governance and performance in socially responsible corporations: New empirical insights from a neo-institutional framework. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 468–494. <https://doi.org/10.1111/corg.12026>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*. Harper & Row.
- Pu, G. (2023). A non-linear assessment of ESG and firm performance relationship: evidence from China. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2113336>
- Rahi, A. F., Akter, R., & Johansson, J. (2021). Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial industry. *Accounting Research Journal*, 35(2), 292-314. <https://doi.org/10.1108/ARJ-12-2020-0373>
- Rahman, H. U., Zahid, M., & Al-Faryan, M. A. S. (2023). ESG and firm performance: The rarely explored moderation of sustainability strategy and top management commitment. *Journal of Cleaner Production*, 404, 136859. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136859>
- Rohendi, H., Ghozali, I., & Ratmono, D. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm value: the role of competitive advantage as a mediator. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2297446. <http://dx.doi.org/10.1080/23311975.2023.2297446>
- Saha, A. K., & Khan, I. (2024). Sustainable prosperity: unravelling the Nordic nexus of ESG, financial performance, and corporate governance. *European Business Review*. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2023-0276>
- Satjawisate, S., Suriyapaiboonwattana, K., Saramolee, A., & Hone, K. (2025). Digital competencies for a FinTech-driven accounting profession: A systematic literature review. *Informatics*, 12(4), 121. <https://doi.org/10.3390/informatics12040121>
- Sandberg, H., Alnoor, A., & Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2471-2489. <https://doi.org/10.1002/bse.3259>

- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218–237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Shi, W., & Veenstra, K. (2021). The moderating effect of cultural values on the relationship between corporate social performance and firm performance. *Journal of Business Ethics*, 174(1), 89–107. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04555-9>
- Shin, J., Moon, J. J., & Kang, J. (2023). Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance. *International Business Review*, 32(3), 102071. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2022.102071>
- Singh, A., Verma, S., & Shome, S. (2023). ESG-CFP relationship: exploring the moderating role of financial slack. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2022-0536>
- Sinha Ray, R., & Goel, S. (2023). Impact of ESG score on financial performance of Indian firms: static and dynamic panel regression analyses. *Applied Economics*, 55(15), 1742–1755. <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2022.2101611>
- Tahmid, T., Hoque, M. N., Said, J., Saona, P., & Azad, M. A. K. (2022). Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2144098. <http://dx.doi.org/10.1080/23311975.2022.2144098>
- Tamimi, N., & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1660–1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Treepongkaruna, S., & Suttipun, M. (2024). The impact of environmental, social and governance (ESG) reporting on corporate profitability: evidence from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2023-0555>
- UN Global Compact, 2004. Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. http://www.unglobalcompact.org/docs/news_events/8.1/WhoCaresWins
- Veeravel, V., Sadharma, E. K. S., & Kamaiah, B. (2024). Do ESG disclosures lead to superior firm performance? A method of moments panel quantile regression approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(1), 741–754. <https://doi.org/10.1002/csr.2598>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169–178. <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. *Management Research Review*, Vol. 43 No. 5, pp. 497–520. <http://dx.doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>
- Wagner, M. (2010). The role of corporate sustainability performance for economic performance: A firm-level analysis of moderation effects. *Ecological economics*, 69(7), 1553–1560. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2010.02.017>
- Wasiuzzaman, S., Ibrahim, S. A., & Kawi, F. (2023). Environmental, social and governance (ESG) disclosure and firm performance: does national culture matter?. *Meditari Accountancy Research*, 31(5), 1239–1265. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2021-1356>

- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 131–156. <https://doi.org/10.2308/TAR-9603274032b>
- Wu, K. S., & Chang, B. G. (2022). The concave–convex effects of environmental, social and governance on high-tech firm value: Quantile regression approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1527-1545. <https://doi.org/10.24136/oc.2972>
- Wu, Z., Gao, J., Luo, C., Xu, H., & Shi, G. (2024). How does boardroom diversity influence the relationship between ESG and firm financial performance?. *International Review of Economics & Finance*, 89, 713-730. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2023.10.045>
- Yekini, K., & Jallow, K. (2012). Corporate community involvement disclosures in annual report: A measure of corporate community development or a signal of CSR observance? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 3(1), 7–32. <https://doi.org/10.1108/20408021211223534>
- Zahid, M., Naqvi, S. U. U. B., Jan, A., Rahman, H. U., & Wali, S. (2023). The nexus of environmental, social, and governance practices with the financial performance of banks: A comparative analysis for the pre and COVID-19 periods. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2183654. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2183654>
- Zeng, J., & Yang, J. (2024). English language hegemony: retrospect and prospect. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1), 1-9. <https://doi.org/10.1057/s41599-024-02821-z>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371-3387.

3 O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE ESG NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE ESG NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

RESUMO

A divulgação de informações ESG (ambiental, social e governança) tem sido cada vez mais relevante no mercado de capitais, e atributos textuais como tom e legibilidade influenciam a forma como essas informações são percebidas. O objetivo desta pesquisa é investigar a associação entre o tom e a legibilidade das divulgações ESG e o desempenho organizacional considerando as dimensões operacional, financeira e de mercado. Para mensuração do tom positivo e negativo da informação, optou-se por utilizar um dicionário de termos ESG (Baier et al., 2020) e a legibilidade foi estimada pelo índice de Flesch. Os testes empíricos foram realizados por meio de regressões com dados em painel de companhias listadas na B3 no período de 2012 a 2024. Os resultados indicam que atributos textuais das divulgações ESG, especificamente tom e legibilidade, não exerceram influência estatisticamente significativa sobre o desempenho organizacional. Este estudo contribui para a literatura ao examinar empiricamente esses atributos narrativos no contexto ESG e apresenta implicações relevantes para investidores, gestores, analistas e reguladores, ao sugerir que a avaliação dessas divulgações pode envolver aspectos além da forma textual, como qualidade, materialidade e consistência das informações reportadas.

Palavras-chave: ESG. Relatório de Sustentabilidade. Tom. Legibilidade. Desempenho.

ABSTRACT

ESG (environmental, social, and governance) information disclosure has become increasingly relevant in capital markets, and textual attributes such as tone and readability influence how this information is perceived. The objective of this study is to investigate the association between the tone and readability of ESG disclosures and organizational performance, considering operational, financial, and market dimensions. To measure positive and negative tone, an ESG-specific dictionary of terms (Baier et al., 2020) was employed, while readability was estimated using the Flesch Index. Empirical tests were conducted through panel data regressions using companies listed on B3 from 2012 to 2024. The results indicate that the textual attributes of ESG disclosures, specifically tone and readability, did not exert a statistically significant influence on organizational performance. This study contributes to the literature by empirically examining these narrative attributes within the ESG context and provides relevant implications for investors, managers, analysts, and regulators by suggesting that the evaluation of such disclosures may involve aspects beyond textual form, such as the quality, materiality, and consistency of the reported information.

Keywords: ESG. Sustainability Reporting. Tone. Readability. Performance.

1 INTRODUÇÃO

A competitividade dos mercados tem aumentado consideravelmente e, como consequência, tem exigido que as organizações se adaptem a um novo modelo de negócio sustentável (Alshehhi et al., 2018). O sucesso econômico de uma empresa pode estar relacionado também às questões de sustentabilidade, pois as informações não financeiras são capazes de gerar benefícios, inclusive para o desempenho econômico-financeiro da entidade (Brocket & Rezaee, 2012).

A sustentabilidade pode ser entendida como a capacidade de tomar decisões responsáveis no uso e na alocação de recursos para atividades econômicas e não econômicas, visando alcançar resultados sociais, econômicos e ambientais desejados (Grant, 2010). Esta perspectiva, baseada na adoção de escolhas responsáveis, impulsionou a criação de instrumentos capazes de mensurar, organizar e demonstrar de que maneira as organizações incorporam esses princípios em suas práticas e rotinas. Um dos instrumentos foi o relatório *Who Cares Wins*, publicado em 2004 pelo Pacto Global das Nações Unidas, o primeiro documento a integrar as dimensões ambientais, sociais e de governança (ESG), sendo utilizado como critério de avaliação e referência importante para decisões de investimento e operações empresariais. ESG envolve um escopo extenso que contempla o desempenho ecológico, social e econômico das organizações (Paolone et al., 2022; Qureshi et al., 2021; Zhou et al., 2022; Orlitzky et al., 2003). À medida que as empresas compartilham informações sobre seu desempenho em sustentabilidade e seus impactos para os *stakeholders*, a divulgação ESG tem se tornado mais proeminente no ambiente empresarial.

Os investidores têm demonstrado crescente atenção aos aspectos ESG das empresas em suas decisões de portfólio, reconhecendo que o desempenho ESG pode afetar o valor da empresa e/ou o desempenho financeiro no médio e longo prazos (Abate et al., 2021). Investidores socialmente responsáveis têm fundamentado suas decisões principalmente nas três dimensões ESG (ambiental, social e governança). Na hora de escolher investimentos, eles avaliam a possibilidade de incorporar seus valores e preocupações ambientais, ponderando cuidadosamente o risco e a rentabilidade das opções selecionadas (Friede et al., 2015). Assim sendo, o desempenho ESG passou a ser um componente importante para as empresas na elaboração de estratégias a longo prazo, com potencial para influenciar os resultados financeiros (Eccles & Serafeim, 2013). Diante disso, a forma como as organizações incorporam e divulgam informações ESG é relevante para avaliar seus compromissos, seus impactos e a forma como traduzem esses princípios em ações concretas voltadas ao desenvolvimento sustentável.

A divulgação de informações reduz a assimetria de informações entre gestores e *stakeholders* (Leuz & Wysocki, 2016). Partindo dessa premissa, a divulgação de informações ESG pode ser usada também para redução da assimetria informacional (Anagnostopoulou et al., 2021). Contudo, os benefícios decorrentes de uma maior transparência financeira estão condicionados tanto pela natureza quanto pelo conteúdo divulgado (Bostan et al., 2022).

A literatura apresenta resultados mistos sobre a relação entre a divulgação de informações ESG e o desempenho organizacional. Uma corrente de estudos indica que a informação ESG pode melhorar o desempenho corporativo (Nguyen et al., 2022; Tarmuji et al., 2016). Outras pesquisas identificam efeitos negativos entre ESG e desempenho (Wasiuzzaman et al., 2022; Shaikh, 2022). Há ainda uma terceira vertente que identifica a existência de relações curvilíneas entre ESG e desempenho, sugerindo que os impactos podem variar de acordo com os diferentes níveis de divulgação e de engajamento das empresas envolvidas em práticas ESG (Pu, 2023; Lee & Li, 2022). Neste contexto, surge a necessidade de investigar não apenas a presença ou quantidade de informações ESG, mas também atributos específicos como o tom e a legibilidade das divulgações que podem influenciar o desempenho organizacional.

As políticas de divulgação, sejam elas relacionadas a informações ESG ou as de outra natureza, sujeitam os gestores a uma avaliação dos custos e benefícios associados à divulgação dessas informações (Verrecchia, 2001). Dentro do paradigma financeiro padrão, no qual o objetivo primário do gestor é maximizar o valor de mercado da empresa, observam-se situações nas quais as informações favoráveis aos objetivos do gestor são divulgadas, enquanto as informações desfavoráveis são retidas (Lanen & Verrecchia, 1987; Verrecchia, 1983). Os gestores, de forma discricionária, selecionam quais informações divulgar ou reter, influenciando a percepção do mercado e a reputação da empresa. Essa flexibilidade reforça a importância de indicar os incentivos que orientam a divulgação voluntária, especialmente no caso das informações ESG. Sob a perspectiva da Teoria da Divulgação, a decisão de uma empresa em divulgar ou reter informações voluntárias é influenciada pelos efeitos econômicos decorrentes dessa divulgação (Dye, 1985; Verrecchia, 1983).

Além da decisão de divulgar ou reter informações, a maneira como as empresas divulgam informações narrativas, bem como seus atributos, possuem implicações relevantes para os investidores (Hassanein et al., 2019; Loughran e McDonald, 2016; Li, 2010b). Decorrente disso, estudos têm explorado o impacto do tom e da legibilidade das informações de sustentabilidade divulgadas pelas empresas. Por exemplo, Gerwanski et al. (2019) evidenciaram que a legibilidade do relato integrado não afeta a materialidade da divulgação,

enquanto Du e Yu (2021) observaram que empresas engajadas em Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tendem a oferecer divulgações mais transparentes e mais legíveis.

Para gerar valor aos *stakeholders*, os relatórios de sustentabilidade devem ser redigidos de forma acessível e de fácil leitura, pois relatórios mais legíveis aumentam a relevância das informações para o mercado e facilitam a extração de dados significativos pelos participantes, contribuindo para a eficácia dos processos de tomada de decisão (Adhariani & Du Toit, 2020).

Assim como a legibilidade, o tom pode influenciar os julgamentos e a tomada de decisões dos *stakeholders*, uma vez que ele pode ser usado para disseminar informações úteis ou ser implantado estrategicamente para influenciar as percepções do leitor (Fisher et al., 2019). Considerando o papel do tom e da legibilidade na informação empresarial, Li et al. (2023) investigaram a relação entre tons otimista, de certeza e de clareza, e a legibilidade na divulgação sobre a sustentabilidade corporativa na Austrália, identificando uma relação positiva com o desempenho de sustentabilidade. Hu e Zhang (2024) constataram que empresas com divulgações ESG mais legíveis têm menor probabilidade de se envolver em *greenwashing*. Por sua vez, Albitar et al. (2022) concluíram que a presença de mais diretores independentes no conselho leva a um tom menos positivo e a mais efeitos negativos na narrativa de CSR. Além disso, os resultados do estudo indicam que uma pontuação mais alta de divulgação ESG conduz a um tom mais positivo nas narrativas de CSR, levando a um maior engajamento e melhor desempenho organizacional.

Estudos internacionais concentram-se na análise de características textuais das divulgações corporativas que incluem legibilidade, ambiguidade de tom em relatórios anuais (Ertugrul et al., 2017), nos atributos textuais de relatórios de sustentabilidade e avaliações ESG (Huang et al., 2024) e na legibilidade e tom narrativo das divulgações de risco e de gestão de risco de relatos integrados (Enslin et al., 2025). No contexto brasileiro, os poucos estudos consideram apenas um único atributo textual. Por exemplo, Borges Júnior e Malaquias (2022) analisaram os efeitos do tom das divulgações RSC no desempenho das empresas. Rolim (2024) investigou o conteúdo emocional do relato integrado e seu impacto no desempenho econômico de companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG. Ainda, Costa Filho (2023) abordou a legibilidade de relatórios de sustentabilidade considerando a influência da governança corporativa e da complexidade organizacional.

O presente estudo representa um avanço tanto no cenário internacional quanto no nacional, pois amplia as pesquisas anteriores ao incorporar o tom e a legibilidade das informações ESG relacionando-os com diferentes dimensões do desempenho organizacional (operacional, financeiro e de mercado). Pesquisas sobre a divulgação ESG por meio do tom e

da legibilidade podem oferecer uma nova perspectiva sobre o relatório de sustentabilidade e seu efeito no desempenho das empresas brasileiras, uma vez que a utilização simultânea dessas duas características textuais permite captar não apenas o conteúdo transmitido pelo utilizado, mas também a forma como este conteúdo é comunicado. Ainda como diferencial do estudo, foi adotada a classificação em setores sensíveis às divulgações ESG, o que possibilita captar com maior precisão os impactos dessas características comunicacionais em contextos onde a pressão por responsabilidade socioambiental é mais intensa. Assim, este estudo tem como objetivo investigar a associação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e o desempenho organizacional.

Teoricamente as características narrativas têm o potencial de diminuir a assimetria de informações e fortalecer a imagem da empresa, o que pode resultar em vantagens competitivas e, conseqüentemente, em um desempenho superior. No entanto, o tom e a legibilidade das divulgações podem indicar certo grau de discricionariedade gerencial, sobretudo, quando há interesse em omitir resultados desfavoráveis ou enfatizar excessivamente aspectos positivos. O uso estratégico da linguagem, por meio de um tom mais favorável ou de textos menos legíveis, funciona como um mecanismo para influenciar a percepção dos usuários. Destaca-se também que esses elementos se relacionam ao modo como a informação é apresentada, e não ao conteúdo em si, permitindo que a narrativa seja moldada sem que haja omissão explícita, mas sim uma condução da interpretação do leitor.

Em resumo, as contribuições do presente estudo estão centradas principalmente em três aspectos. Primeiro, trata-se, até onde se sabe, do primeiro estudo nacional a associar o tom e a legibilidade das informações ESG ao desempenho organizacional das empresas. Em segundo lugar, expande a compreensão sobre os efeitos das divulgações ESG ao considerar não apenas a quantidade, mas também atributos textuais, como a legibilidade e o tom das informações, permitindo avaliar como a comunicação influencia o desempenho operacional, financeiro e de mercado. Por fim, ainda que tom e legibilidade não tenham apresentado associação significativa com o desempenho organizacional, os resultados contribuem para ampliar a compreensão sobre o papel das divulgações ESG. Nesse sentido, a análise dessas informações pode abranger não apenas atributos narrativos, mas também aspectos relacionados à qualidade, materialidade e consistência da divulgação ESG.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação ESG e desempenho organizacional

Uma organização que queira atingir ao efetivo desenvolvimento sustentável ao mesmo tempo que melhora o seu desempenho financeiro necessita adotar praticas de sustentabilidade nas dimensões ambiental, social e de governança corporativa (Brocket & Rezaee, 2012). Buallay et al. (2020a) apontam que o relatório de sustentabilidade é um importante instrumento de divulgação de informações não financeiras, uma vez que a empresa descreve seu impacto econômico, ambiental e social, detalha o modelo de governança adotado e os valores que orientam sua atuação, reafirmando seu compromisso estratégico com a sustentabilidade global. Este tipo de comunicação é organizado em torno de três pilares principais: ambiental, social e de governança corporativa (ESG).

Segundo Shaikh (2022), os relatórios ESG têm se tornado cada vez mais populares entre organizações e comunidades comprometidas com a responsabilidade social, dado que estes relatórios têm revelado o papel destas práticas na geração de valor e na expansão de oportunidades para as empresas. Desse modo, empresas envolvidas em práticas ESG podem aumentar o valor para os acionistas ao gerenciar riscos e acessar novos mercados, além de promover o desenvolvimento sustentável (Dmuchowski et al., 2022). Contudo, a divulgação ESG também pode gerar custos adicionais e desvantagens competitivas (Lee et al., 2013; Buallay et al., 2020c), visto que os benefícios advindos da divulgação de informações ESG costumam aparecer no longo prazo, enquanto que os custos surgem imediatamente.

Ferrero-Ferrero et al. (2016) investigaram a associação entre a consistência ESG, isto é uma abordagem equilibrada, em direção positiva, entre as dimensões ambiental, social e de governança e o desempenho financeiro das empresas e identificaram que a adoção de práticas ESG gera vantagem competitiva para as empresas. Isso significa que as empresas que incorporam ESG em suas operações podem se destacar no mercado em comparação com aquelas que não o fazem. No entanto, embora empresas adotem boas práticas ESG, isso não assegura uma divulgação adequada e o contrário também ocorre, já que relatórios bem apresentados podem não refletir um desempenho real. Ainda, Reverte et al. (2016) examinaram a ligação entre o desempenho financeiro e ambiental e as evidências comprovaram que as ações de RSC estão correlacionadas de forma positiva tanto com os resultados financeiros quanto com os não financeiros da empresa. Uma série de estudos empíricos (Huang, 2021; Fatemi et al., 2015) tem demonstrado que o desempenho ESG contribui para a elevação do valor de mercado das empresas.

Apesar da crescente percepção de que as práticas ESG podem trazer benefícios estratégicos para as empresas, alguns estudos indicam um efeito negativo dessas práticas nas empresas. Um exemplo é o trabalho de Rahi et al. (2021), em que os autores se concentraram

em um conjunto de 39 empresas financeiras da região nórdica, referentes aos anos de 2015 a 2019 e evidenciaram uma relação negativa entre práticas ESG e desempenho financeiro. Similarmente, Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) encontraram uma relação negativa entre ESG e desempenho das empresas multilatinas, indicando que empresas com as melhores pontuações ESG tendem a ser menos lucrativas, possivelmente porque os custos de implementar iniciativas ESG não se convertem em desempenho financeiro, seja por falhas na execução dessas ações, seja pela falta de apoio institucional que as torne visíveis.

De acordo com Buallay (2022), quando se trata de avaliar o desempenho das empresas no contexto da divulgação de informações ESG, três principais métricas se destacam: as baseadas na contabilidade, as baseadas no mercado e a junção dessas duas métricas. Em alguns estudos foram usadas métricas contábeis de desempenho, como o ROA (Retorno sobre Ativos) e o ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido) (Kalia & Aggarwal, 2023; Treepongkaruna & Suttipun, 2024) e em outros foram aplicados o Q de Tobin, uma métrica de mercado (Aboud & Diab, 2018; Albitar et al, 2020).

A utilização de métricas contábeis é considerada menos complexa, pois proporciona uma visão clara e direta das operações internas da organização (López et al., 2007). Além disso, McGuire et al. (1988) apontam que essas métricas são mais eficazes na previsão do desempenho em sustentabilidade. Em contrapartida, as métricas de desempenho vinculadas ao mercado são criticadas pelo problema de assimetria de informações entre gestores e acionistas (Cordeiro & Sarkis, 1997), pois presume-se que os acionistas são o principal grupo de *stakeholders* (Orlitzky et al., 2003). Diante destas críticas, alguns estudos têm utilizado conjuntamente métricas contábeis e de mercado (Al Hawaj & Buallay, 2022; Agarwala et al., 2023).

Alguns autores, como Lunawat e Lunawat (2022) e Buallay et al. (2022) identificaram uma associação positiva entre a divulgação de informações ESG e o desempenho operacional (ROA), indicando que investimentos nessas áreas podem se refletir em melhores resultados operacionais. De outra forma, estudos como os de Buallay (2019) e Sarwono (2022) encontraram uma relação negativa entre as práticas ESG e o desempenho operacional, e ainda, trabalhos como o de Buallay (2022) não constatarem uma associação estatisticamente significativa entre essas variáveis. Lee e Isa (2023) documentaram efeitos positivos das práticas ESG no desempenho financeiro, sugerindo que tais iniciativas podem aumentar o valor das companhias. Por outro lado, Shaikh (2022) e Gutiérrez-Ponce e Wibowo (2024) encontraram uma relação negativa entre as práticas ESG e indicadores de desempenho financeiro, mensurado pelo ROA, ROE e Q de Tobin. Por sua vez, Firmansyah et al. (2023) não identificaram uma associação estatisticamente significativa entre as iniciativas ESG e o ROE. Ao examinar o valor

de mercado das empresas, estudos revelam resultados distintos da relação entre as práticas ESG e o Q de Tobin. Aboud e Diab (2018) e Buallay et al. (2020b) evidenciaram um impacto positivo e significativo da divulgação de informações ESG no desempenho de mercado. Em contrapartida, Rohendi et al. (2024) não conseguiram identificar efeitos substanciais das práticas ESG sobre o valor das companhias.

Conforme a literatura aqui apresentada, resultados mistos podem ser encontrados sobre a relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho das empresas. Para avançar em tais achados, o desempenho das empresas é mensurado neste estudo por meio de três *proxies*: desempenho operacional (ROA) e desempenho financeiro (ROE), ambas de natureza contábil; e desempenho de mercado, representado pelo Q de Tobin. Esta abordagem de utilização em conjunto de métricas contábeis e de mercado possibilita uma análise abrangente dos efeitos da divulgação de informações ESG sobre o desempenho das organizações, ao mesmo tempo em que reduz críticas relacionadas à limitação de indicadores testados isoladamente.

2.2 O tom e a legibilidade das informações ESG e hipóteses da pesquisa

A comunicação narrativa representa um componente importante nos relatórios ESG, e suas características linguísticas podem impactar de forma relevante a maneira como o público compreende e utiliza essas informações (Kimbrough et al., 2024). A legibilidade é um aspecto importante da avaliação textual, pois está relacionada com a qualidade que define a facilidade de leitura de um texto (Cunha, 2008) e com a clareza textual, responsável por uma comunicação rápida e fácil (Godoi, 2012). Segundo, Hart et al. (2013), o tom pode ser definido como uma ferramenta que, mediante a seleção de palavras, cria uma impressão social única.

De acordo com Meier et al. (2018), para a criação de um dicionário de palavras, exige-se a preparação manual prévia de listas específicas de palavras, esse método ganhou considerável credibilidade na comunidade acadêmica, especialmente no contexto financeiro, após a introdução do primeiro dicionário linguístico adaptado a essa área por Loughran e McDonald (2011). Li (2010) também ressalta a importância de se utilizar listas de palavras customizadas, dependendo do tipo de documentos analisados e dos tópicos semânticos de interesse, para a efetividade dos procedimentos de análise baseados em regras.

A competitividade de uma empresa reside em sua capacidade de estabelecer e comunicar o vínculo entre métricas de negócios financeiras e não financeiras (Beretta et al., 2021). Quanto ao vínculo do desempenho não financeiro, Beretta et al. (2021) constataram que a divulgação ESG de empresas automotivas possui um tom positivo quanto às divulgações não financeiras. Portanto, a interação entre estas dimensões influencia na construção da mensagem

estratégica, revelando a crescente importância do discurso ESG na comunicação corporativa. Por outro lado, Hummel et al. (2017) apontaram uma relação inversa significativa entre o desempenho financeiro e o tom da divulgação de RSC. Por sua vez, Capelle-Blancard e Petit (2019), ao avaliarem a reação do mercado às notícias ESG regulares que abrangem 100 empresas multinacionais no período de 2002 a 2010, encontram um impacto negativo das más notícias ESG nas avaliações de mercado das empresas, com os investidores não mostrando nenhuma reação aos anúncios positivos.

Cho et al. (2010) concluem que empresas com pior desempenho ambiental tendem a utilizar linguagem e tom verbal para distorcer a mensagem apresentada nos relatórios de sustentabilidade e os piores desempenhos ambientais estão associados ao uso de uma linguagem mais otimista. Albitar et al. (2022) evidenciam que a pontuação de divulgação ESG mais elevada conduz a um tom narrativo de RSC mais positivo. No Brasil, Borges Júnior e Malaquias (2022) concluíram que as informações de RSC otimistas implicam em melhores índices de valor de mercado e reduzem o custo de capital das empresas. Partindo da premissa de que a Teoria da Divulgação pode ser usada para explicar assimetrias informações (Guidry e Patten, 2012) e que o tom da divulgação de RSC é relevante em termos de valor (Du & Yu, 2021; Clarkson et al. 2020), levanta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: Há uma relação positiva entre o tom das divulgações de informações ESG e o desempenho das empresas brasileiras.

Para que a divulgação atinja seus objetivos, ela precisa ser legível. A legibilidade aumenta a capacidade dos usuários de avaliar as informações relevantes apresentadas nos relatórios (Alm El-Din et al., 2022). Os relatórios de sustentabilidade devem ser de fácil leitura para agregar valor aos *stakeholders*. Isso favorece a compreensão, especialmente por parte de investidores e acionistas, permitindo que as informações sejam utilizadas adequadamente nos processos de tomada de decisão (Adams & McNicholas, 2007; Maas et al., 2016).

Hichri (2022) argumenta que relatórios mais legíveis facilitam a compreensão de informações complexas, promovendo a inclusão de diferentes públicos e incentivando o engajamento de diversos *stakeholders*. Nessa mesma linha, Merkl-Davies e Brennan (2007) sugerem que as características textuais das divulgações de sustentabilidade afetam diretamente a maneira como as partes interessadas as interpretam. Por exemplo, uma menor legibilidade dos textos está associada a uma maior sobrecarga de informações para os leitores, o que pode ajudar as empresas a ocultar um baixo desempenho de sustentabilidade (Nazari et al., 2017; Wang et al., 2018).

Na Indonésia, Adhariani e Du Toit (2020) destacam que esses relatórios apresentam um baixo nível de legibilidade, e a semelhança entre eles pode ser atribuída a um padrão de isomorfismo. Além disso, as organizações tendem a acreditar que uma linguagem complexa pode atrair mais investidores. De forma semelhante, Raimo et al. (2022) examinaram os relatos integrados de 221 empresas internacionais e descobriram que esses documentos também apresentam um baixo nível de legibilidade.

Caglio et al. (2019), ao investigar os benefícios econômicos relacionados à legibilidade e à garantia externa dos relatos integrados em empresas sul-africanas, destacam que a legibilidade dos relatos integrados está ligada a uma valorização de mercado mais elevada, sugerindo que analistas preferem relatórios mais concisos e legíveis. Além disso, eles afirmam que empresas com relatórios mais complexos podem reduzir o impacto negativo sobre seu valor de mercado ao fornecer garantias sobre o conteúdo de seus relatórios. Os autores concluem que tanto a legibilidade quanto a garantia externa dos relatos integrados são fundamentais para atender às expectativas dos *stakeholders* em relação às práticas de ESG.

Quando a divulgação é tratada como um fator endógeno, as pesquisas exploram os motivos pelos quais informações são reveladas ou omitidas, partindo do pressuposto de que a administração tem a opção de divulgar ou não (Salotti & Yamamoto, 2005). De acordo com Dye (2001) existe uma teoria sobre a divulgação, que se baseia na ideia de que uma entidade que pondera a respeito buscará divulgar apenas informações que lhe sejam benéficas, enquanto se afastará de compartilhar dados que possam ser prejudiciais. Nesse sentido, o uso discricionário de elementos narrativos, como o tom e a legibilidade, pode suavizar notícias negativas, dificultar a compreensão efetiva dos resultados e, conseqüentemente, apresentar informações de forma distorcida para criar uma falsa impressão de sucesso.

Não há um consenso sobre o conceito de legibilidade. Para contribuir com a discussão, Smith e Taffler (1992) estabelecem a distinção entre legibilidade e compreensibilidade. A legibilidade diz respeito exclusivamente às características internas do texto que determinam seu nível de dificuldade. A compreensibilidade, por sua vez, refere-se à capacidade do leitor de entender a mensagem, resultado da interação entre leitor e texto. Além disso, a legibilidade aumenta quando o texto é estruturado de forma a permitir que o leitor identifique e extraia com facilidade as informações que procura (Smeuninx et al., 2020). Na presente pesquisa, a legibilidade é definida como o nível de facilidade com que um texto escrito pode ser compreendido pelo leitor (Dubay, 2007).

Segundo Li et al. (2023), a Teoria da Divulgação indica uma relação positiva entre a legibilidade da divulgação de sustentabilidade e o desempenho, pois espera-se que as empresas

com bom desempenho de sustentabilidade façam sua divulgação com menor volume de informações para os usuários, ou seja, mais legível, comunicando melhor o seu desempenho com aos investidores e outras partes interessadas. Verrecchia (1983) aponta que a Teoria da Divulgação propõe que as empresas têm incentivos para divulgar informações privadas a fim de se diferenciar e evitar o problema de seleção adversa, situação em que a assimetria informacional leva o agente menos informado a tomar decisões potencialmente desfavoráveis. Com base nessa perspectiva, foi formulada a segunda hipótese da pesquisa:

H₂: Há uma relação positiva entre a legibilidade das divulgações de informações ESG e o desempenho das empresas brasileiras.

Espera-se que, à medida que as empresas adotam uma comunicação mais legível sobre a divulgação de informações ESG, elas tendem a apresentar melhores resultados em termos de desempenho empresarial. Uma melhor legibilidade na divulgação fortalece a confiança dos *stakeholders*, pois reflete um compromisso com a responsabilidade e a ética, supostamente contribuindo para um desempenho empresarial mais sólido. Além disso, a reação positiva do mercado à legibilidade demonstra não apenas o interesse dos investidores nas informações ESG, mas também se traduz em retornos positivos para as empresas, como aumento dos lucros, maior rentabilidade e valorização das ações das empresas.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra de estudo compreende um total de 82 empresas não financeiras, que divulgaram o relatório de sustentabilidade e estão listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O período da pesquisa abrange de 2012, ano em que a B3 por meio do “Relato ou Explique” fomentou a divulgação de relatórios de sustentabilidade, até o ano de 2024. Neste estudo, o termo relatório de sustentabilidade é empregado como um conceito guarda-chuva que abrange diferentes formatos de divulgação de informações não-financeiras. A divulgação sobre sustentabilidade se tornou multidimensional, incorporando a divulgação ESG, Relato Integrado (IR) e outros modelos de reporte (Krasteva-Hristova et al., 2025). Assim, o termo inclui: relatório de sustentabilidade, relato integrado e relatório ESG. Apesar das diferenças formais, todos esses relatórios trazem informações relacionadas aos pilares ESG, seja de modo explícito ou integrado. Os relatórios de sustentabilidade foram coletados manualmente dos sites de Relações com Investidores e/ou do próprio site oficial das companhias. Os dados financeiros para estimar as demais variáveis (vide Tabela B1), tais como as medidas para o desempenho e as características das companhias, foram obtidos na base Económica.

No modelo utilizado, o desempenho da companhia é a variável dependente e consiste em três dimensões: desempenho operacional (ROA), financeiro (ROE) e de mercado (Q de Tobin). A variável independente, ou seja, a métrica ESG, foi mensurada por meio de dois atributos textuais, o tom e a legibilidade dos relatórios de sustentabilidade. Deve-se destacar que as medidas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin) foram utilizadas em t+1, seguindo a literatura que indica que o impacto ESG não se reflete imediatamente no desempenho financeiro (Choi e Wang, 2009).

3.2 Variáveis dependentes

Neste estudo são empregadas três medidas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin). Duas dessas medidas são baseadas na contabilidade: (1) O Retorno sobre os ativos (ROA) para medir o desempenho operacional (Buallay, 2019; Al Hawaj & Buallay, 2022). O ROA é um indicador que avalia a capacidade de uma empresa em gerar resultados eficazes a partir de seus ativos (Angelia & Suryaningsih, 2015). A Equação 1 dispõe a forma de cálculo do ROA:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo total}} \quad (\text{Equação 1})$$

O Retorno sobre sobre o Patrimônio Líquido (ROE) é utilizado para medir o desempenho financeiro (Agarwala et al., 2023; Al Hawaj & Buallay, 2022) sendo também utilizado como métrica de rentabilidade em estudos como os de Atan et al. (2018) e Rizqo e Qadri (2024). Destaca-se que empresas com PL negativo foram excluídas para evitar distorção da métrica. O índice ROE foi calculado a partir da Equação 2.

$$\text{ROE} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}} \quad (\text{Equação 2})$$

Foi utilizado também o índice Q de Tobin, medida amplamente utilizada na literatura para verificar o desempenho de mercado das empresas (Elmghaamez et al., 2023; Wu & Chang, 2022; Aboud & Diab, 2018). O Q de Tobin é mensurado conforme Equação 3:

$$\text{Q de Tobin} = \frac{\text{VM} + \text{VD}}{\text{AT}} \quad (\text{Equação 3})$$

Em que:

VM é o valor de mercado das ações da empresa.

VD é o valor das dívidas da empresa, obtidos através do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo.

AT é o ativo total da empresa

3.3 Variáveis independentes

Para avaliar o tom das divulgações de informações ESG, empregou-se uma análise de conteúdo fundamentada em um dicionário de termos ESG, desenvolvido por Baier et al. (2020) (vide Apêndice B) a partir de relatórios anuais de empresas dos Estados Unidos. As palavras desse dicionário foram traduzidas para a língua portuguesa pela autora, considerando o contexto ESG.

Em seguida, os termos foram classificados em tom positivo, neutro ou negativo, conforme a proposta de Plumlee et al. (2015) e Borges Júnior e Malaquias (2022). Como descrevem Deng et al. (2017), essa etapa envolve a análise individual de cada palavra para definir a categoria adequada. Assim, considerando seu significado e conotação, cada termo foi alocado a apenas uma das três categorias, sem sobreposição. Por exemplo, termos como “aprovação”, “ética” e “sustentável” foram classificados como positivos, uma vez que sua carga semântica tende a reforçar a imagem da empresa. Em contraste, palavras como “assédio”, “morte” e “corrupção” foram categorizadas como negativas, por remeterem a situações que podem afetar a organização de forma desfavorável. Foram removidas as expressões compostas que poderiam introduzir vieses no processo de classificação, como “número de funcionários” e “programa de assistência médica para pessoas de baixa renda”.

O tom foi mensurado a partir da quantidade de expressões positivas (otimistas) e negativas (pessimistas) identificadas em cada relatório de sustentabilidade. Assim, a variável tom corresponde à diferença entre o número de palavras positivas e negativas presentes nos relatórios, dividido pelo total de palavras positivas e negativas presentes no dicionário, procedimento adotado por Henry e Leone (2016) e Luo et al. (2025).

O cálculo da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade foi feito a partir do índice de legibilidade de (Flesch, 1948). Optou-se por esta métrica porque o índice de legibilidade de Flesch se destaca como a métrica predominante nos estudos contábeis (Fisher, 2019). Ademais, Martins et al. (1996), ao analisarem a aplicação de fórmulas de legibilidade em livros publicados no Brasil, demonstraram que o método de Flesch é plenamente aplicável a textos em língua portuguesa. Flesch (1974) propôs uma escala numérica de legibilidade que varia de 0 a 100, destinada a mensurar o grau de dificuldade do texto. Nesta escala, valores mais elevados indicam maior facilidade de compreensão, enquanto valores mais baixos refletem maior complexidade textual. A classificação é organizada da seguinte forma: muito difícil (0-29), difícil (30-49), razoavelmente difícil (50-59), linguagem padrão/inteligível (60-69), razoavelmente fácil (70-79), fácil (80-89) e muito fácil (90-100).

Para verificar a relação entre o efeito do tom e da legibilidade das informações ESG divulgadas nos relatórios de sustentabilidade foi estimada a Equação 4. Ressalta-se que a análise foi realizada separadamente para cada uma das variáveis dependentes e independentes consideradas neste estudo.

$$\text{Desempenho}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESGText}_{it} + \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 4)

Em que:

Desempenho_{it} é o desempenho da firma i no ano t , medido por três modelos, ou seja, modelo ROA, modelo ROE e modelo Q de Tobin.

ESGText_{it} é a variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firme i no ano t .

Controle_{it} representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma i no ano t .

ε_{it} é o termo de erro da regressão.

Na Tabela B1 constam as variáveis dependentes e independentes, bem como as variáveis de controle utilizadas no modelo.

Tabela B1. Variáveis da Pesquisa

Variáveis	Descrição	Coleta	Medida	Referências
Variáveis Dependentes				
ROA	Desempenho operacional	Econômica	Conforme Equação 1	Aboud e Diab (2018); Saha e Khan (2024)
ROE	Desempenho financeiro	Econômica	Conforme Equação 2	Buallay et al. (2020b); Elmghaamez et al. (2023)
Q de Tobin	Desempenho de mercado	Econômica	Conforme Equação 3	Kammler e Alves (2010); Dutra et al. (2018)
Variáveis Independentes de Interesse				
TOM	Tom positivo e negativo	Relatório de sustentabilidade	Dicionário de palavras	Malaquias e Júnior (2021); Baier et al. (2020)
Índice de Flesch	Legibilidade dos relatórios de sustentabilidade	Relatório de sustentabilidade	Índice de Flesch = $206,835 - (1,015 \times \text{Palavras/Frases}) - (84,6 \times \text{Sílabas/Palavras})$	Flesch (1948); Wang et al. (2018)
Variáveis Independentes de Controle				
ESGScore	Desempenho ESG	LSEG	De 0 a 100	Lunawat e Lunawat (2022); Kalia e Aggarwal (2023);
TAM	Tamanho	Econômica	Logaritmo natural do ativo total do fim do período	Velte (2017); Rahi et al. (2021); Chen e Xie (2022)
ALAV	Alavancagem	Econômica	Passivo Total/Ativo Total	Aboud e Diab (2018); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
CRES	Crescimento de vendas	Econômica	$\frac{\text{Receita de vendas } t - \text{Receita de vendas } t-1}{\text{Receita de vendas } t-1}$	Bodhanwala e Bodhanwala (2022); Maji e Lohia (2024)

Setor	Setor sensível e não sensível	Economática	Variável <i>Dummy</i> conforme setor ambientalmente sensível e não sensível	Lin et al. (2015); .Miralles-Quirós et al. (2018)
Ano	Período anual	Economática	Períodos anuais de 2012 a 2024	Chen e Xie(2022); Saha e Khan (2024)

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

Os dados foram verificados por estatísticas descritivas (média, mediana, desvio-padrão, valor mínimo e valor máximo para cada uma das variáveis), pelo teste de correlação de *Spearman* e por meio de modelos de regressão para dados em painel. Como faltaram dados ao longo do tempo para determinadas companhias, o painel de dados utilizado é desbalanceado. A partir das estimações descritas (Tabela B1), foi possível verificar o efeito do tom e da legibilidade das informações ESG divulgadas nos relatórios de sustentabilidade no desempenho das empresas.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela B2 estão demonstradas as estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo e máximo) para as variáveis estudadas. Verifica-se que as empresas da amostra registraram retorno médio sobre o ativo (ROA) de 8,28%, sugerindo rentabilidade média positiva no período analisado. Tais achados estão alinhados aos de Borges Júnior (2020) e Rolim (2024).

Tabela B2. Estatísticas Descritivas

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	490	0.0828	0.0766	0.0500	-0.0021	0.1895
ROE	486	0.1273	0.1163	0.1516	-0.1795	0.4994
Q de Tobin	490	1.0336	0.8510	0.6335	0.3375	2.9668
Tom	490	0.8418	0.8465	0.0492	0.7327	0.9196
Flesch	490	16.6545	16.8617	5.0344	5.2737	26.0375
ESGScore	490	56.9183	58.8843	17.1955	25.0799	84.3472
TAM	490	17.2827	17.1974	1.2040	15.1367	20.0198
ALAV	490	0.6044	0.6066	0.1518	0.3389	0.9001
CRESC	490	0.0836	0.0474	0.1993	-0.2110	0.5732

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; TAM= tamanho da empresa; ESGScore= desempenho ESG; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis dependentes desta pesquisa (ROA, ROE e Q de Tobin) encontram-se em “+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis independentes (Tom e Flesch) e de controle (ESGScore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

No que se refere ao retorno sobre o patrimônio (ROE), obteve-se uma média de 12,73% de retorno, mostrando que as empresas, de modo geral, remuneraram de forma satisfatória o capital investido pelos acionistas dentro do período. Nota-se também empresas com elevados retornos sobre o capital próprio (0,4994), enquanto outras não conseguem remunerar os

investidores (-0,1795), estes resultados são semelhantes àqueles encontrados por Rolim (2024). Por fim, o desempenho de mercado (Q de Tobin) tem um valor médio de 103%, ou seja, o mercado avaliou as empresas acima do valor contábil de seus ativos, entretanto, como a mediana apresenta valor abaixo de 1 (0,8510), sugere-se que mais da metade das empresas está sendo precificada pelo mercado abaixo do valor contábil. Velte (2017) e Elmghaamez et al. (2023) também encontraram valores médios positivos para o Q de Tobin em pesquisas que envolvem ESG e desempenho.

Em relação ao tom da divulgação ESG, observa-se que, em média, prevalece informações otimistas em relação às pessimistas nos relatórios, uma vez que tanto a média (0,8418) quanto a mediana (0,8465) foram positivas. Além disso, a baixa dispersão dos valores (desvio padrão de 0,0492) sugere que esta característica textual é consistente entre as empresas, ou seja, a maioria utiliza tom otimista nos relatórios de sustentabilidade. Quanto ao índice Flesch, que avalia a legibilidade dos textos, ele apresenta média de 16,6545 e mediana de 16,8617, valores relativamente baixos, indicando que os relatórios analisados são pouco acessíveis e complexos, exigindo maior esforço de leitura. O desvio padrão de 5,0344 e a variabilidade entre o mínimo (5,2737) e o máximo (26,0375) indicam heterogeneidade na legibilidade dos textos, com alguns documentos mais difíceis de ler. Estes resultados corroboram as premissas da Teoria da Divulgação sobre a publicação voluntária de informações (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), alinhando-se às ideias de Healy e Palepu (2001), segundo as quais os gestores tendem a divulgar preferencialmente informações que sejam favoráveis à empresa.

No tocante às variáveis de controle, o resultado da variável *ESGScore* revelou que as empresas da amostra apresentam, em média, desempenho intermediário em desempenho ESG, com média de 56,9183 e mediana de 58,8843. De forma semelhante, Rolim (2024) também identificou desvio padrão (17,1974) inferior à média, resultado que, assim como nesta pesquisa, sugere dispersão moderada e relativa homogeneidade no desempenho ESG das empresas analisadas. O tamanho das empresas (TAM) apresentou média de 17,2827 e mediana de 17,1974 com baixa dispersão (desvio padrão de 0,1518). Desta forma, evidencia-se que as companhias analisadas têm porte relativamente semelhante. Por sua vez, a alavancagem financeira (ALAV) registrou média de 60,44% e mediana de 60,66%. Nota-se a partir destes resultados que a maior parte dos ativos das empresas é financiada por capital de terceiros. O desvio padrão de 15,18% revela variabilidade moderada no grau de endividamento, o que também se observa pela diferença entre os valores mínimo (0,3389) e máximo (0,9001). No que diz respeito ao crescimento (CRESC), observa-se que o valor mínimo é negativo (-21,10%)

e o máximo positivo (57,32%). Essa variabilidade indica que algumas empresas apresentaram retração em suas receitas, enquanto outras registraram expansão no período analisado. A média de 8,36% e a mediana de 4,74% sugerem, contudo, que o crescimento típico da amostra tende a ser moderado. Além disso, o desvio padrão de 19,93% evidencia heterogeneidade entre as empresas quanto à capacidade de crescimento.

4.2 Correlação de Spearman

A partir do teste de correlação de Spearman, demonstrado na Tabela B3, percebe-se que o tom possui relação positiva com o ROA e o Q de Tobin e negativa com o ROE, porém não há significância estatística em nenhuma delas. A legibilidade (Flesch) apresenta correlação negativa com o ROA e positiva com o ROE, e ambas não possuem significância estatística. Para o Q de Tobin, a correlação é positiva e significativa a 5%.

Tabela B3. Correlação de Spearman

Variáveis	ROA	ROE	Q de Tobin	Tom	Flesch	ESG Score	TAM	ALAV	CRESC
ROA	1								
ROE	0.8175 ***	1							
Q de Tobin	0.5106 ***	0.4020 ***	1						
Tom	0.0119	-0.0257	0.0593	1					
Flesch	-0.0469	-0.0269	0.1006 **	-0.1416 ***	1				
ESGScore	0.0497	0.0298	0.0512	0.0273	-0.0106	1			
TAM	-0.0230	-0.0800 *	-0.0805 *	0.1746 ***	-0.0591	0.4588 ***	1		
ALAV	-0.0441	0.0637	-0.0016	-0.0315	-0.0036	0.1141 **	0.2710 ***	1	
CRESC	0.1309 ***	0.1133 **	0.1817 ***	0.0135	0.0298	-0.0906 **	-0.0457	0.1719 ***	1

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. Legenda: ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; TAM= tamanho da empresa; ESGScore= desempenho ESG; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis dependentes desta pesquisa (ROA, ROE e Q de Tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis independentes (Tom e Flesch) e de controle (ESGScore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

Em relação às medidas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin), há associações positivas e significantes a um nível de 1% para todas elas. Isso pode ser um indicativo de alta correlação entre as medidas de desempenho que pode afetar a estabilidade dos coeficientes e a interpretação dos modelos, uma vez que o modelo passa a capturar informações redundantes, porém esta relação não traz prejuízos, visto que os dados foram estimados separadamente.

No que tange às variáveis de controle (*ESGScore*, TAM, ALAV e CRESC), conforme sugerido por Fávero e Belfiore (2017), observa-se que não há presença de multicolinearidade, uma vez que, apesar de algumas correlações serem estatisticamente significantes, todas permanecem muito inferiores ao limite de 0,70. Tais resultados reforçam que as variáveis capturam dimensões distintas, sem sobreposição excessiva entre elas, permitindo sua inclusão conjunta nos modelos de regressão.

4.3 Efeito da divulgação ESG no desempenho das empresas

Para a amostra foram estimadas seis modelos de regressões lineares múltiplas estimadas pelos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), com o propósito de investigar a associação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e o desempenho organizacional. Os três primeiros modelos avaliam a relação entre o tom da divulgação e cada uma das medidas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin). Nos três modelos seguintes, a variável analisada passa a ser a legibilidade (Flesch), também em função dessas mesmas métricas de desempenho.

Com o objetivo de mitigar potenciais problemas de endogeneidade decorrentes da possível correlação entre as variáveis explicativas e características não observáveis das unidades analisadas, todos os modelos foram estimados por meio do método de efeitos fixos. Conforme destacam Fávero e Belfiore (2017), essa abordagem permite controlar uma forma limitada de endogeneidade ao eliminar os efeitos individuais constantes no tempo, presentes no intercepto e potencialmente correlacionados com as variáveis independentes.

Os resíduos não apresentaram multicolinearidade entre as variáveis e são heterocedásticos de acordo com os testes VIF, Breusch Pagan/CookWeisberg e White respectivamente. Com o intuito de solucionar o problema de heterocedasticidade, as regressões foram estimadas com erro padrão robusto. Além disso, os *outliers* foram tratados por meio do procedimento de winsorização até o limite de 5%. Na Tabela B4 pode ser verificado os resultados da análise multivariada.

Tabela B4. Efeito da Divulgação ESG (Tom e Flesch) no Desempenho da Empresa (ROA, ROE e Q de Tobin)

	Modelo 1 (ROA)	Modelo 2 (ROE)	Modelo 3 (Q de Tobin)	Modelo 4 (ROA)	Modelo 5 (ROE)	Modelo 6 (Q de Tobin)
Tom	0.0263	0.1332	-0.0188			
Flesch				-0.0002	0.0006	-0.0036
ESGScore	0.0002	-0.0003	0.0058	0.0002	-0.0002	0.0056
TAM	-0.0507***	-0.1475***	-0.5643***	-0.0509***	-0.1496***	-0.5630***
ALAV	0.0475	0.3182**	0.3338	0.0500	0.3160**	0.3590
CRESC	0.0448***	0.0963**	0.2007**	0.0454***	0.0964***	0.2053**
CPA	Sim					
CS	Sim					
Constante	0.8595***	2.2591***	10.1609***	0.8916***	2.3932***	10.1918***
Observações	490	486	490	490	486	490
R²	0.1886	0.2022	0.3801	0.1890	0.2014	0.3817

VIF	3.66	3.64	3.66	3.66	3.64	3.66
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.2123	0.0017	0.0000	0.2675	0.0013	0.0000
White test	0.0005	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef.Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. Legenda: ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; TAM= tamanho da empresa; ESGScore= desempenho ESG; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis dependentes desta pesquisa (ROA, ROE e Q de Tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis independentes (Tom e Flesch) e de controle (ESGScore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

A Tabela B4 indica que o tom das divulgações ESG não apresentou relação estatisticamente significativa com o desempenho organizacional, mensurado pelo ROA, ROE e Q de Tobin. Uma possível explicação para estes achados está relacionada às características estruturais de mercados em desenvolvimento, nos quais a divulgação ESG ainda ocorre sob condições de elevada assimetria informacional, menor maturidade institucional e concentração acionária. Conforme destacam Lavin e Montecinos-Pearce (2021), mercados em desenvolvimento são marcados por maior opacidade informacional e por um ambiente institucional menos desenvolvido, o que pode comprometer a capacidade de determinados atributos de divulgação, como o tom narrativo, serem incorporados de forma eficiente pelos agentes econômicos.

Além disso, este resultado está alinhado à literatura que argumenta que atributos narrativos podem afetar a percepção dos *stakeholders*, mas nem sempre se convertem em ganhos econômicos ou operacionais concretos. Estudos como os de Li (2010) e Loughran e McDonald (2011) destacam que características textuais, como tom e legibilidade, influenciam a interpretação das informações corporativas, embora seus efeitos dependam da credibilidade e da relevância do conteúdo divulgado. No contexto ESG, isso indica que investidores e demais *stakeholders* tendem a avaliar não apenas o otimismo do discurso, mas também a coerência entre a narrativa apresentada e as práticas efetivas de sustentabilidade.

Com base nos resultados apresentados, a hipótese H₁ de que há uma relação positiva entre o tom das divulgações de informações ESG e o desempenho das empresas brasileiras foi rejeitada considerando que não há uma relação positiva e significativa.

A análise da legibilidade, por meio da variável Flesch, denota que não há relação significativa com o desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin). Sugere-se que a baixa legibilidade dos relatórios de sustentabilidade analisados limita a capacidade dos usuários de extrair informações relevantes e, conseqüentemente, reduz o impacto da legibilidade sobre o

desempenho operacional, financeiro e de mercado. Assim, embora os relatórios tragam informações valiosas, a dificuldade de leitura pode impedir que o conteúdo influencie nas decisões dos *stakeholders*. As evidências deste estudo convergem com aquelas apresentadas por Adhariani e Du Toit (2020) e por Raimo et al. (2022), que identificaram baixo nível de legibilidade textual em relatórios de sustentabilidade.

Os resultados confirmam que a escolha por divulgar informações voluntárias tende a refletir a expectativa de algum benefício econômico associado à evidenciação, alinhando-se aos pressupostos da Teoria da Divulgação (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), pois as empresas ao divulgarem informações negativas por meio de termos complexos, a fim de atenuar impactos desfavoráveis, torna os relatórios difíceis de ler e assim são incapazes de causar influência no desempenho das empresas.

A partir dos resultados deste estudo, a hipótese H₂ de que há uma relação positiva entre a legibilidade das divulgações de informações ESG e o desempenho das empresas brasileiras não foi comprovada, ou seja, a hipótese de pesquisa foi rejeitada.

Em se tratando das variáveis de controle, o *ESGScore* não apresentou associação positiva com o desempenho das empresas analisadas, sugerindo que os benefícios associados ao desempenho ESG não se materializaram de forma imediata no ROA, ROE e Q de Tobin. Os resultados também encontram respaldo em Shobhwani e Lodha (2024), que utilizaram dados de *ESG disclosure* provenientes da base LSEG. Os autores verificaram que o *ESG disclosure score* agregado apresentou relação insignificante com ROA e ROE, embora tenha sido positivamente associado ao Q de Tobin.

O tamanho (TAM) apresenta-se negativo e significativo para o desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin), indicando que, na amostra analisada, empresas de maior porte tendem a apresentar menor desempenho nas três dimensões. Esse resultado, ainda que menos esperado, pode sugerir que, em mercados em desenvolvimento, o aumento do tamanho não se traduz necessariamente em maior eficiência ou criação de valor. Nesse sentido, Zhou e Park (2024) apontam que o desempenho das firmas nesses contextos depende fortemente de fatores internos, sendo que empresas maiores podem enfrentar limitações estruturais que reduzem sua capacidade de converter escala em melhores resultados.

Concernente à variável de controle ALAV, evidencia-se que não há uma relação significativa para o ROA, ROE e Q de Tobin. Esse resultado indica que, na amostra analisada, não há evidências suficientes de que o nível de alavancagem financeira exerça influência consistente sobre o desempenho operacional, financeiro ou de mercado das empresas. Dessa forma, embora o endividamento possa estar associado, em termos teóricos, a maior capacidade

de financiamento e alavancagem de investimentos, os achados sugerem que tais efeitos não se materializam de forma estatisticamente verificável no período analisado.

Referente ao crescimento (CRESC), verifica-se que esta variável é positiva e significativa estatisticamente e, representado pelo aumento todos os modelos das receitas ou ativos da empresa, parece favorecer maior eficiência na utilização dos recursos e maior capacidade de gerar retorno sobre os ativos. Este achado vai ao encontro da pesquisa de Pattitoni et al. (2014), pois há expectativa de que a oportunidade de crescimento esteja positivamente associada a rentabilidade futura da firma.

Os achados do estudo dão suporte à Teoria da Divulgação, ao evidenciar que a forma como as informações ESG são comunicadas, embora relevante para fins de transparência e legitimação, não se mostrou suficiente para influenciar de maneira estatisticamente significativa o desempenho operacional (ROA), financeiro (ROE) e de mercado (Q de Tobin). A ausência de significância para as variáveis tom e legibilidade sugere que a discricionariedade gerencial sobre atributos narrativos das divulgações possui alcance limitado na geração de efeitos econômicos imediatos, indicando que *stakeholders* parecem atribuir maior relevância à qualidade substantiva das informações e aos fundamentos econômico-financeiros das empresas do que à forma textual adotada nos relatórios ESG.

4.4 Análises adicionais

Nesta seção, apresentam-se testes adicionais para verificar a robustez dos resultados principais. Foram estimadas regressões por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com efeitos fixos, permitindo o controle de características não observáveis e invariantes no tempo das empresas da amostra. Além disso, utilizaram-se erros-padrão robustos para correção de heterocedasticidade e realizou-se winsorização a 5% para reduzir a influência de *outliers* nas estimativas.

Primeiramente, a análise buscou verificar se empresas pertencentes a setores ambientalmente sensíveis exercem influência sobre o tom e a legibilidade das divulgações ESG. Nesta etapa, o modelo econométrico foi ajustado, com a inclusão da variável de interação ($ESGText_{it} \times SetorSensi$), que combina a divulgação ESG com uma *dummy* que assume valor 1 quando a empresa *i* pertence a um setor ambientalmente sensível e 0 em caso contrário. Os resultados podem ser consultados na Tabela B5, Painel A.

A interação entre *SetorSensi* x *Tom* foi estatisticamente significativa apenas para o desempenho financeiro, indicando que o efeito do tom das divulgações ESG varia conforme o contexto setorial. Por outro lado, a interação *SetorSensi* x *Flesch* não foi significativa,

indicando que a legibilidade das divulgações ESG não influencia o desempenho empresarial de forma diferente entre setores sensíveis e não sensíveis. Desta forma, a adoção de um tom mais positivo nas divulgações pode contribuir para reduzir percepções de risco, favorecendo o desempenho financeiro. Esse achado é coerente com a literatura, a qual argumenta que devido à natureza de suas atividades, essas corporações podem enfrentar leis e regulamentações mais rígidas de órgãos de proteção ambiental, bem como maior pressão social, quando comparadas a empresas não sensíveis (Miralles-Quirós et al., 2018).

Tabela B5. Influência Setorial na Divulgação ESG e Desempenho Organizacional

Painel A - Influência de setores ambientalmente sensíveis na divulgação ESG (Tom e Flesch) e desempenho das empresas (ROA, ROE e Q de Tobin)

	Modelo 1 (ROA)	Modelo 2 (ROE)	Modelo 3 (Q de Tobin)	Modelo 4 (ROA)	Modelo 5 (ROE)	Modelo 6 (Q de Tobin)
Tom	-0.0741	-0.3195*	0.5530			
Flesch				-0.0006	0.0004	-0.0083
SetorSensi*Tom	0.1271	0.7129**	-0.1311			
SetorSensi*Flesch				0.0000	-0.0023	0.0035
ESGScore	0.0005*	0.0010	0.0044	0.0004*	0.0008	0.0041
TAM	-0.0353***	-0.1071***	-0.62783***	-0.0347***	-0.1047***	-0.6425***
ALAV	0.0485	0.3455***	0.4372	0.0541	0.3560***	0.4810
CRESC	0.0410***	0.1027*	0.2829***	0.0421***	0.1069**	0.2936***
Constante	0.6394***	1.6878***	10.8869***	0.6275***	1.6686***	11.6614***
Observações	490	486	490	490	486	490
R²	0.0980	0.0936	0.2559	0.0995	0.0862	0.2600
VIF	1.25	1.25	1.25	1.22	1.22	1.22
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.9236	0.0002	0.0000	0.5613	0.0000	0.0000
White test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. Legenda: ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; SetorSensi= *dummy* valor 1 para setor ambientalmente sensível e 0 em caso contrário; ESGScore= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis dependentes desta pesquisa (ROA, ROE e Q de Tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis independentes (Tom e Flesch) e de controle (*esgscore*, *tam*, *alav* e *cresc*) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

Na sequência, foram estimadas seis regressões em painel com métricas diferentes para as variáveis independentes. No caso do tom, a mensuração adotou a abordagem de Hu e Zhang (2024), que utiliza o logaritmo natural da razão entre palavras positivas e negativas presentes nas divulgações ESG. A legibilidade, por sua vez, foi mensurada por meio do Gunning Fog Index, desenvolvido por Gunning (1952). Esse índice quantifica a clareza dos textos, permitindo avaliar o grau de facilidade ou dificuldade de compreensão das divulgações. As demais variáveis do modelo base foram mantidas. A Tabela B6 apresenta os resultados das regressões.

O coeficiente do LnTom das divulgações ESG (modelos 1 a 3), não apresenta significância estatística, sugerindo que o tom das divulgações não impacta diretamente o desempenho das empresas analisadas. Esse resultado contrasta com a ideia de que os investidores tendem a preferir um tom de gestão mais otimista, reagindo de forma positiva quando a administração adota uma comunicação mais favorável às empresas (Le & Deren, 2016).

Tabela B6. Efeito da Divulgação ESG (Ln e FogIndex) no Desempenho Organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin)

	Modelo 1 (ROA)	Modelo 2 (ROE)	Modelo 3 (Q de Tobin)	Modelo 4 (ROA)	Modelo 5 (ROE)	Modelo 6 (Q de Tobin)
LnTom	-0.0022	0.0042	0.0498			
FogIndex				0.0019	0.0008	0.0228
ESGScore	0.0005*	0.0008	0.0045	0.0004*	0.0008	0.0042
TAM	-0.0345***	-0.1019***	-0.6313***	-0.0344***	-0.1027***	-0.6420***
ALAV	0.0521	0.3661***	0.4383	0.0546	0.3673***	0.4710
CRESC	0.0415***	0.1059**	0.2838***	0.0419***	0.1064**	0.2919***
CPA	Sim					
CS	Sim					
Constante	0.6175***	1.5954***	11.2305***	0.5691***	1.6019***	11.0465***
Observações	490	486	490	490	486	490
R²	0.0943	0.0842	0.2547	0.0981	0.0842	0.2594
VIF	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.9651	0.0001	0.0000	0.9558	0.0001	0.0000
White test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. fixo	Ef. aleatório	Ef. fixo	Ef. fixo	Ef. aleatório	Ef. fixo

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. CPA= Controle de Períodos Anuais; CS= Controle por Setor. ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; LnTom= Ln do dicionário de palavras otimistas e pessimistas; FogIndex= legibilidade; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis dependentes desta pesquisa (ROA, ROE e Q de Tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis independentes (Tom e Flesch) e de controle (esgscore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

Os modelos 3 a 6 da Tabela B6 evidenciam que a legibilidade das informações ESG, mensurada pelo Fog Index, não possui significância estatística. A legibilidade dos relatórios parece limitada e, por consequência, insuficiente para impactar o desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin). Neste caso, mesmo que uma empresa divulgue uma quantidade significativa de informações relacionadas ao ESG, a falta de especificidade ou de detalhes contextuais pode impedir que os *stakeholders* obtenham os *insights* necessários (Shimamura et al., 2025). Além disso, investidores que dependem desses relatórios pouco legíveis podem sentir insegurança ao avaliar as empresas (Asay et al., 2017). Desta forma, a baixa legibilidade das divulgações ESG tende a reduzir sua utilidade informacional e sua capacidade de influenciar a avaliação do desempenho organizacional.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo investigar a associação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e o desempenho organizacional. Para mensuração do desempenho foram utilizadas três medidas: desempenho operacional, financeiro e de mercado. Foram utilizadas regressões com efeitos fixos, baseadas em dados em painel de empresas da B3 dos anos de 2012 a 2024.

Os achados indicam que o tom e a legibilidade das divulgações de informações ESG não apresentaram associação estatisticamente significativa com o desempenho operacional, financeiro e de mercado das empresas brasileiras. Assim, as hipóteses H_1 e H_2 não foram confirmadas pelos resultados empíricos.

Quanto ao tom das divulgações de informações ESG, foi constatado associação não significativa com o desempenho das empresas brasileiras. Esse achado reforça a perspectiva da Teoria da Divulgação, segundo a qual as decisões relacionadas à divulgação ou retenção de informações voluntárias são influenciadas pelos efeitos econômicos associados à divulgação de notícias positivas ou negativas (Verrecchia, 1983). Ressalta-se também que não se trata apenas de decidir divulgar ou não as informações, mas de como essas informações são publicizadas, pois a forma de apresentação pode influenciar a compreensão, a percepção de valor e influenciar as decisões dos *stakeholders*.

Em relação à legibilidade, a ausência de significância estatística nas divulgações de informações ESG varia de acordo com o desempenho da empresa, ou seja, a administração pode utilizar textos de difícil leitura para ocultar desempenhos insatisfatórios e enfatizar os resultados positivos. Entretanto, não foi possível identificar efeitos estatisticamente significativos entre a legibilidade das divulgações e o desempenho operacional, financeiro ou de mercado, sugerindo que, apesar de sua relevância para a percepção externa, a dificuldade de leitura pode ter reduzido o impacto real dessas informações sobre a avaliação dos investidores e demais usuários.

Esta pesquisa contribui com a literatura existente de três maneiras. Este é o primeiro estudo nacional, que se tenha conhecimento, que associa o tom e a legibilidade de informações ESG e desempenho organizacional das empresas. Em segundo lugar, amplia a perspectiva das pesquisas sobre os efeitos da divulgação de informações ESG no desempenho das empresas, ao considerar não apenas a quantidade ou a presença de tais informações, mas também as características textuais das divulgações, como o tom e a legibilidade. Essa abordagem permite compreender de forma mais refinada como a forma de comunicação, seja por meio de uma narrativa positiva ou de textos de fácil compreensão, pode influenciar o desempenho

operacional, financeiro e de mercado das organizações. Num terceiro aspecto, embora a análise do tom e da legibilidade não tenha evidenciado associação estatisticamente significativa com o desempenho organizacional, os resultados apresentam implicações relevantes para stakeholders, incluindo investidores, analistas financeiros, gestores e reguladores, ao ampliar a compreensão sobre o papel das divulgações ESG. Nesse contexto, a avaliação dessas informações pode envolver uma análise mais ampla, contemplando não apenas aspectos narrativos, mas também elementos relacionados à qualidade, materialidade e consistência da divulgação de informações ESG. Dessa maneira, o estudo contribui tanto para a literatura acadêmica, ao tratar dos efeitos das divulgações voluntárias, quanto para a prática, ao fornecer subsídios para a elaboração de relatórios de sustentabilidade mais claros, estratégicos e eficazes na transmissão de valor aos *stakeholders*.

Em termos de limitações, este estudo conta com algumas restrições, entre elas o uso do índice de legibilidade Flesch, amplamente utilizado na literatura em pesquisas conduzidas em diferentes idiomas, mas que foi originalmente desenvolvido para a língua inglesa. O emprego de um dicionário em inglês traduzido para o português pode gerar perdas semânticas, mas ainda assim, por se tratar de um dicionário específico para temas de sustentabilidade, sua aplicação mostrou-se adequada ao propósito do estudo. Apesar de existirem críticas às métricas de desempenho adotadas nesta pesquisa, foram utilizados três indicadores distintos, contribuindo para o aprimoramento dos resultados. Com o intuito de mitigar eventuais vieses, foram implementadas análises adicionais, de modo a aumentar confiança e interpretação dos resultados. Para pesquisas futuras, sugere-se combinar análises textuais automatizadas com abordagens qualitativas, como entrevistas ou estudos de caso, além de investigar seu impacto na percepção de risco e confiança no mercado.

REFERÊNCIAS

- Abate, G., Basile, I., & Ferrari, P. (2021). The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1446–1455. <https://doi.org/10.1002/csr.2175>
- Aboud, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>
- Adams, C. A., & McNicholas, P. (2007). Making a difference: Sustainability reporting, accountability and organisational change. *Accounting, auditing & accountability journal*, 20(3), 382-402. <https://doi.org/10.1108/09513570710748553>

- Adhariani, D., & Du Toit, E. (2020). Readability of sustainability reports: evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 621-636.
<https://doi.org/10.1108/JAEE-10-2019-0194>
- Agarwala, N., Pareek, R., & Sahu, T. N. (2023). Do firm attributes impact CSR participation? Evidence from a developing economy. *International Journal of Emerging Markets*.
<https://doi.org/10.1108/ijoem-05-2022-0876>
- Al Hawaj, A. Y., & Buallay, A. M. (2022). A worldwide sectorial analysis of sustainability reporting and its impact on firm performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 62-86. <http://dx.doi.org/10.1080/20430795.2021.1903792>
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N. and Gerged, A.M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanism. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 28 No. 3, pp. 429-444.
<http://dx.doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Albitar, K., Abdoush, T., & Hussainey1, K. (2022). Do Corporate Governance Mechanisms and ESG Disclosure Drive CSR Narrative Tones? *International Journal of Finance & Economics*, 1–15. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2625>
- Alm El-Din, M.M., El-Awam, A.M., Ibrahim, F.M., & Hassanein, A. (2022). Voluntary disclosure and complexity of reporting in Egypt: the roles of profitability and earnings management. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 23 No. 2, pp. 480-508.
<https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2020-0186>
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, v. 10, N. 2. <http://dx.doi.org/10.3390/su10020494>
- Anagnostopoulou, S. C., Tsekrekos, A. E., & Voulgaris, G. (2021). Accounting conservatism and corporate social responsibility. *British Accounting Review*, 53(4), 100942.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2020.100942>
- Angelia, D., & Suryaningsih, R. (2015). The effect of environmental performance and corporate social responsibility disclosure towards financial performance (Case study to manufacture, infrastructure, and service companies that listed at Indonesia stock exchange). *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 348-355.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.045>
- Asay, H. S., Elliott, W. B., & Rennekamp, K. (2017). Disclosure readability and the sensitivity of investors' valuation judgments to outside information. *The Accounting Review*, 92(4), 1-25. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2497697>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194.
<https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Baier, P., Berninger, M., & Kiesel, F. (2020). Environmental, social and governance reporting in annual reports: A textual analysis. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 29(3), 93-118. <https://doi.org/10.1111/fmii.12132>
- Beretta, V., Demartini, M. C., Lico, L., & Trucco, S. (2021). A tone analysis of the non-financial disclosure in the automotive industry. *Sustainability*, 13(4), 2132.
<http://dx.doi.org/10.3390/su13042132>

- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2022). Exploring relationship between sustainability and firm performance in travel and tourism industry: a global evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(7), 1251-1269. <http://dx.doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0360>
- Borges Junior, D. M. (2020). *Divulgar o bem faz bem? Efeito do disclosure de responsabilidade social corporativa no desempenho da firma* (tese). Universidade Federal de Uberlândia-UFU, Uberlândia/MG, Brasil.
- Borges Júnior, D. M., & Malaquias, R. F. (2022). O tom da divulgação importa? Uma análise dos efeitos do tom do disclosure de RSC no desempenho das firmas. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 19(53), 03–20. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e84552>
- Bostan, I., Bunget, O. C., Dumitrescu, A. C., Burca, V., Domil, A. Mates, D. & Bogdan, O. (2021). Corporate Disclosures in PandemicTimes. The Annual and Interim Reports Case. *Emerging Markets Finance and Trade*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.2014316>
- Brockett, A., & Rezaee, Z. (2012). Corporate sustainability integrating performance and reporting. *Corporate Sustainability: Integrating Performance and Reporting*, 1-316. <https://doi.org/10.1002/9781119202899>
- 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. <http://dx.doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0137>
- Buallay, A., Fadel, S. M., Al-Ajmi, J. Y., & Saudagaran, S. (2020a). Sustainability reporting and performance of MENA banks: is there a trade-off?. *Measuring Business Excellence*, 24(2), 197-221. <https://doi.org/10.1108/MBE-09-2018-0078>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Barone, E. (2020b). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 69 No. 3, pp. 431-445. <http://dx.doi.org/10.1108/IJPPM-10-2018-0371>
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E., Al Mubarak, M., & Hamdan, A. M. (2020c). Corporate social responsibility disclosure and firms' performance in Mediterranean countries: a stakeholders' perspective. *EuroMed Journal of Business*, 15(3), 361-375. <http://dx.doi.org/10.1108/EMJB-05-2019-0066>
- Buallay, A. (2022). Sustainability reporting in food industry: An innovative tool for enhancing financial performance. *British Food Journal*, 124(6), 1939-1958. <http://dx.doi.org/10.1108/BFJ-01-2021-0053>
- Buallay, A., Al-Ajmi, J., & Barone, E. (2022). Sustainability engagement's impact on tourism sector performance: linear and nonlinear models. *Journal of Organizational Change Management*, 35(2), 361-384. <http://dx.doi.org/10.1108/JOCM-10-2020-0308>
- Caglio, A., Melloni, G., & Perego, P. (2019). Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting. *European Accounting Review*. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486>
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2019). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of Business Ethics*, 157, 543-565. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3667-3>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 83,102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>

- Cho, C. H., Roberts, R. W., & Patten, D. M. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), 431–443. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.10.002>
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, 30(8), 895–907. <https://doi.org/10.1002/smj.759>
- Clarkson, P. M., Ponn, J., Richardson, G. D., Ruzicz, F., Tsang, A., & Wang, J. (2020). A textual analysis of US corporate social responsibility reports. *Abacus*, 56(1), 3–34. <http://dx.doi.org/10.1111/abac.12182>
- Cordeiro, J. J., & Sarkis, J. (1997). Environmental proactivism and firm performance: evidence from security analyst earnings forecasts. *Business strategy and the environment*, 6(2), 104–114. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-0836\(199705\)6:2%3C104::AID-BSE102%3E3.0.CO;2-T](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-0836(199705)6:2%3C104::AID-BSE102%3E3.0.CO;2-T)
- Costa Filho, F. C. da. (2023). *Legibilidade dos relatórios de sustentabilidade: Análise da influência da governança corporativa e da complexidade organizacional* (tese). Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria.
- Cunha, R. K. C. (2008). *Análise da facilidade de leitura das demonstrações contábeis das empresas brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis* (Dissertação de mestrado). Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PMIPGCC.
- Deng, Q., Hine, M., Ji, S., & Sur, S. (2017, January). Building an environmental sustainability dictionary for the IT industry. In *Proceedings of the 50th Hawaii International Conference on System Sciences*. <https://doi.org/10.24251/HICSS.2017.112>
- Dmuchowski, P., Dmuchowski, W., Baczewska-Dąbrowska, A. H., & Gworek, B. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) model; impacts and sustainable investment - Global trends and Poland's perspective. *Journal of Environmental Management* 329(3):117023. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.117023>
- Du, S., & Yu, K. (2021). Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and tone. *Journal of Business Ethics*, Springer, vol. 172(2), pages 253–274. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>
- DuBay, W. H. (2007). *The Classic Readability Studies*. Impact Information. <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED506404.pdf>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Dutra, V. R., Ceretta, P. S., Dalcin, L., & Lamberti, F. A. (2018). Análise do Investimento em Empresas Brasileiras por Meio do q de Tobin. *Revista Administração em Diálogo-RAD*, 20(3), 28–45. <http://dx.doi.org/10.23925/2178-0080.2017v20i3.36823>
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1–3), 181–235. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 123–145. <https://doi.org/10.2307/2490910>

- Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2013). A tale of two stories: Sustainability and the quarterly earnings call. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 8-19.
- Elmghaamez, I. K., Nwachukwu, J., & Ntim, C. G. (2023). ESG disclosure and financial performance of multinational enterprises: The moderating effect of board standing committees. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2846>
- Enslin, Z., Du Toit, E., & Puane, M. F. (2025). The readability and narrative tone of risk and risk management disclosures for South African listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 15(1), 224-241. <https://doi.org/10.1108/JAEE-09-2022-0276>
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(2), 811-836. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000187>
- Fatemi, A., Fooladi, I., Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *J. Bank. Finance* 59, 182–192. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Brasil: Elsevier.
- Ferrero-Ferrero, I.; Fernández-Izquierdo M. A.; Muñoz-Torres, M. J. (2016). The effect of environmental, social and governance consistency on economic results. *Sustainability*, 8(10), 1005. <https://doi.org/10.3390/su8101005>
- Firmansyah, E. A., Umar, U. H., & Jibril, R. S. (2023). Investigating the effect of ESG disclosure on firm performance: The case of Saudi Arabian listed firms. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2287923. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2287923>
- Fisher, R., Van Staden, C., & Richards, G. (2019). Watch that tone: An investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(1), 77– 105. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-10-2016-2745>
- Flesch, R. (1948). A new readability yardstick. *Journal of Applied Psychology*, 32(3), 221-233. <https://doi.org/10.1037/h0057532>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gerwanski, J., Kordsachia, O., & Velte, P. (2019). Determinants of materiality disclosure quality in integrated reporting: Empirical evidence from an international setting. *Business Strategy and the Environment*, 28(5), 750-770. <https://doi.org/10.1002/bse.2278>
- Godoi, P. N. A. (2012). *Análise da legibilidade do Relatório da Administração publicado por companhias brasileiras de capital aberto*. (Dissertação de mestrado). FACESP, São Paulo, SP, Brasil.
- Grant, L. K. (2010). Sustainability: From Excess to Aesthetics. *Behavior and Social Issues*, 19(0), 7–. <https://doi.org/10.5210/bsi.v19i0.2789>
- Guidry P. R. & Patten M. D. (2012) Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure Research. *Accounting Forum*, 36:2, 81-90. <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2012.03.002>
- Gunning, R. (1952). *The Technique of Clear Writing*. McGraw-Hill. pp. 36–37.

- Gutiérrez-Ponce, H., & Wibowo, S. A. (2024). Do sustainability practices contribute to the financial performance of banks? An analysis of banks in Southeast Asia. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1418-1432. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.2641>
- Hart, R. P., Childers, J. P., & Lind, C. J. (2013). *Political tone: How leaders talk & why*. University of Chicago Press. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226023298.001.0001>
- Hassanein, A., Zalata, A., & Hussainey, K. (2019). Do forward-looking narratives affect investors' valuation of UK FTSE all-shares firms?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 493-519. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0717-6>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153-178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hichri, A. (2022). Corporate governance and integrated reporting: evidence of French companies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(3/4), 472-492. <http://dx.doi.org/10.1108/JFRA-09-2020-0261>
- Hu, Y., & Zhang, X. (2024). The impact of ESG on management tone: Empirical evidence from China. *Forum for Economic and Financial Studies*, 2(1), 1276. <https://doi.org/10.59400/feefs.v2i1.1276>
- Huang, D.Z. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation. *Account. Finance* 61 (1), 335–360. <http://dx.doi.org/10.1111/acfi.12569>
- Huang, J., Wang, D. D., & Wang, Y. (2024). Textual Attributes of Corporate Sustainability Reports and ESG Ratings. *Sustainability*, 16(21), 9270. <https://doi.org/10.3390/su16219270>
- Huang, J., Hu, P., Wang, D. D., & Wang, Y. (2025). The Double Signal of ESG Reports: Readability, Growth, and Institutional Influence on Firm Value. *Sustainability*, 17(6), 2514. <https://doi.org/10.3390/su17062514>
- Hummel, K., Mittelbach-Hörmanseder, S., Cho, C. H., & Matten, D. (2017). Implicit versus explicit corporate social responsibility disclosure: A textual analysis. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.1080/00014788.2022.2071199>
- Jamil, N. N., & Hashim, A. J. C. M. (2021). The Impacts of Covid-19 on Management and Discussion Analysis (MD & A) Disclosures: Evidence in Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences*, 11(3), 19–32. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v11-i3/10591>
- Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 14 No. 1, pp. 155-176. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>
- Kammler, E. L., & Alves, T. W. (2010). Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. *RAE electron*. 8 (2). <https://doi.org/10.1590/S1676-56482009000200007>

- Kimbrough, M. D., Wang, X., Wei, S., & Zhang, J. (2024). Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies?. *European Accounting Review*, 33(1), 15-47. <https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2088588>
- Krasteva-Hristova, R., Papradanova, D., & Vechev, V. (2025). Mapping the Landscape of Sustainability Reporting: A Bibliometric Analysis Across ESG, Circular Economy, and Integrated Reporting with Sectoral Perspectives. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 416. <https://doi.org/10.3390/jrfm18080416>
- Lanen, W. N., & Verrecchia, R. E. (1987). Operating decisions and the disclosure of management accounting information. *Journal of Accounting Research*, 165-189. <https://doi.org/10.2307/2491085>
- Lavin, J. F., & Montecinos-Pearce, A. A. (2021). ESG disclosure in an emerging market: An empirical analysis of the influence of board characteristics and ownership structure. *Sustainability*, 13(19), 10498. <https://doi.org/10.3390/su131910498>
- Le, L., & Deren, X. (2016). Do investors listen for the meanings behind executives' words? An empirical analysis based on management tones. *Journal of Finance and Economics*, 42(07), 28-40. <https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.2016.07.003>
- Lee, E. M., Park, S. Y., & Lee, H. J. (2013). Employee perception of CSR activities: Its antecedents and consequences. *Journal of business research*, 66(10), 1716-1724. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.11.008>
- Lee, E. T., & Li, X. (2022). Too much of a good thing? Exploring the curvilinear relationship between environmental, social, and governance and corporate financial performance. *Asian Journal of Business Ethics*, 11(2), 399-421. <https://doi.org/10.1007/s13520-022-00157-y>
- Lee, S.-P. & Isa, M. (2023). Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 14 No. 2, pp. 295-314. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183>
- Leuz, C., & P. Wysocki. (2016). The Economics of disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence And Suggestions For Future Research. *Accounting Research* 54:525–622. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2733831>
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings: a naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, Vol. 48 No. 5, pp. 1049-1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Li, F. (2010b). Textual analysis of corporate disclosures: A survey of the literature. *Journal of accounting literature*, 29(1), 143-165.
- Li, Z., Jia, J., & Chapple, L. J. (2023). Textual characteristics of corporate sustainability disclosure and corporate sustainability performance: evidence from Australia. *Meditari Accountancy Research*, 31(3), 786-816. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-03-2021-1250>
- Lin, C. S., Chang, R. Y., & Dang, V. T. (2015). An integrated model to explain how corporate social responsibility affects corporate financial performance. *Sustainability*, 7(7), 8292-8311. <https://doi.org/10.3390/su7078292>
- López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of business ethics*, 75, 285-300. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9253-8>

- Luo, Y., Zhang, X., & Li, R. (2025). Does ESG Report Tone Influence ESG Rating Divergence? Evidence From China. *Journal of International Financial Management & Accounting*. <https://doi.org/10.1111/jifm.12245>
- Loughran, T. I. M., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187–1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of finance*, 66(1), 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Lunawat, A., & Lunawat, D. (2022). Do environmental, social, and governance performance impact firm performance? Evidence from Indian firms. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 6(1), 133-146. <http://dx.doi.org/10.28992/ijSAM.v6i1.519>
- Maas, K., Schaltegger, S., & Crutzen, N. (2016). Integrating corporate sustainability assessment, management accounting, control, and reporting. *Journal of cleaner production*, 136, 237-248. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.05.008>
- Maji, S. G., & Lohia, P. (2024). Assessing the effect of core and expanded ESG on corporate financial performance: COVID-19's moderating role. *Journal of Indian Business Research*, 16(2), 244-264. <https://doi.org/10.1108/JIBR-07-2023-0233>
- Malaquias, R. F., & Júnior, D. M. B. (2021). Positive tone in management reports and volatility of stock returns. *Global Business Review*, 09721509211054279. <http://dx.doi.org/10.1177/09721509211054279>
- Martins, T. B. F., Ghiraldelo, C. M., Nunes, M. G. V., & Oliveira, O. N., Jr. (1996). *Readability formulas applied to textbooks in brazilian portuguese* (Notas do ICMC-USP, Série Computação). Recuperado em http://www.icmc.usp.br/~biblio/Ncomp_28.pdf
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31(4), 854-872. <https://doi.org/10.2307/256342>
- Meier, J.-H., Esmatyar, W., & Frost, R. (2018). The predictive power of the sentiment of financial reports. In Proceedings of the 14th international conference on ICT in education, Research and Industrial Applications (pp. 1–13). ICTERI.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. *Journal of accounting literature*, 27, 116-196. <https://ssrn.com/abstract=1089447>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Nazari, J. A., Hrazdil, K., & Mahmoudian, F. (2017). Assessing social and environmental performance through narrative complexity in CSR reports. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 166-178. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.05.002>
- Nguyen, D. T., Hoang, T. G., & Tran, H. G. (2022). Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2), 91-102. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441. <http://dx.doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Paolone, F., Cucari, N., Wu, J., & Tiscini, R. (2022). How do ESG pillars impact firms' marketing performance? A configurational analysis in the pharmaceutical sector. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 37(8), 1594-1606. <http://dx.doi.org/10.1108/JBIM-07-2020-0356>
- Pattitoni, P., Petracci, B., & Spisni, M. (2014). Determinants of profitability in the EU-15 area. *Applied Financial Economics*, 24(11), 763-775. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.904488>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of accounting and public policy*, 34(4), 336-361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Pu, G. (2023). A non-linear assessment of ESG and firm performance relationship: evidence from China. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2113336>
- Qureshi, M. A., Akbar, M., Akbar, A., & Poulouva, P. (2021). Do ESG endeavors assist firms in achieving superior financial performance? A case of 100 best corporate citizens. *Sage Open*, 11(2), 21582440211021598. 8. <https://doi.org/10.1177/21582440211021598>
- Rahi, A. F., Akter, R., & Johansson, J. (2021). Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial industry. *Accounting Research Journal*, 35(2), 292-314. <https://doi.org/10.1108/ARJ-12-2020-0373>
- Raimo, N., Vitolla, F., Minutiello, V., Marrone, A., & Tettamanzi, P. (2022). Readability of integrated reports: Evidence from worldwide adopters. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 524-534. <https://doi.org/10.1002/csr.2217>
- Reverte, C., Gomez-Melero, E., & Cegarra-Navarro, J. G. (2016). The influence of corporate social responsibility practices on organizational performance: evidence from eco-responsible spanish firms. *Journal of Cleaner Production*, V. 112, P. 2870-2884. <http://dx.doi.org/10.1016%2Fj.jclepro.2015.09.128>
- Rizqo, M., & Qadri, R. A. (2024). The interplay between ESG disclosure and financial profitability. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 8(1), 28-46. <https://doi.org/10.30871/jama.v8i1.7239>
- Rohendi, H., Ghozali, I., & Ratmono, D. (2024). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure and firm value: the role of competitive advantage as a mediator. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2297446. <http://dx.doi.org/10.1080/23311975.2023.2297446>
- Rolim, M. V. (2024). *Conteúdo emocional do relato integrado e desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG* (tese). Universidade Federal de Uberlândia-UFU, Uberlândia/MG, Brasil. <https://doi.org/10.14393/ufu.te.2024.661>
- Sarwono, H. A. B. (2022, December). Environment, social, governance, and performance in far east asia for the period of 2018-2021. In *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science* (Vol. 1111, No. 1, p. 012071). IOP Publishing. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/1111/1/012071>
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 53-70. <https://doi.org/10.15728/bbr.2005.2.1.4>

Saha, A. K., & Khan, I. (2024). Sustainable prosperity: unravelling the Nordic nexus of ESG, financial performance, and corporate governance. *European business review*, 36(6), 793-815. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2023-0276>

Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218–237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>

Shimamura, T., Tanaka, Y., & Managi, S. (2025). Evaluating the impact of report readability on ESG scores: A generative AI approach. *International Review of Financial Analysis*, 101, 104027. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104027>

Shobhwani, K., & Lodha, S. (2024). Impact of ESG Disclosure Scores on Financial, Operating and Market-Based Performance: Evidence from NSE-100 Companies. *NMIMS Management Review*, 32(3), 211–223. <https://doi.org/10.1177/09711023241306219>

Smeuninx, N., De Clerck, B., & Aerts, W. (2020). Measuring the readability of sustainability reports: A corpus-based analysis through standard formulae and NLP. *International Journal of Business Communication*, 57(1), 52-85. <https://doi.org/10.1177/2329488416675456>

Smith, M., & Taffler, R. (1992). Readability and understandability: Different measures of the textual complexity of accounting narrative. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5(4), 0-0. <https://doi.org/10.1108/09513579210019549>

Silva, D. L. da, Mota, R. H. G., & Moura, A. M. C. de. (2025). Impacto da pandemia de Covid-19 na relação entre o desempenho financeiro e o ESG das companhias abertas brasileiras. *Revista Ambiente Contábil - Universidade Federal Do Rio Grande Do Norte - ISSN 2176-9036*, 17(1), 236–257. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2025v17n1ID34860>

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. <http://dx.doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>

Treepongkaruna, S., & Suttipun, M. (2024). The impact of environmental, social and governance (ESG) reporting on corporate profitability: evidence from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2023-0555>

UN Global Compact (2004). Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. http://www.unglobalcompact.org/docs/news_events/8.1/WhoCaresWins

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178. <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

Wang, Z., Hsieh, T. S., & Sarkis, J. (2018). CSR performance and the readability of CSR reports: too good to be true?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(1), 66-79. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.1440>

Wasiuzzaman, S., Ibrahim, S. A., & Kawi, F. (2022). Environmental, social and governance (ESG) disclosure and firm performance: does national culture matter?. *Meditari Accountancy Research*, 31(5), 1239-1265. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2021-1356>

Wu, K. S., & Chang, B. G. (2022). The concave–convex effects of environmental, social and governance on high-tech firm value: Quantile regression approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1527-1545.

<https://doi.org/10.24136/oc.2972>

Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371-3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>

Zhou, N., & Park, S. H. (2024). Decomposing firm performance in emerging markets: The difference between growth and profit. *Management and Organization Review*, 20(2), 316–335. <https://doi.org/10.1017/mor.2023.32>

4 O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE DAS INFORMAÇÕES ESG NA QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

O EFEITO DO TOM E DA LEGIBILIDADE DAS INFORMAÇÕES ESG NA QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS NO BRASIL

RESUMO

Embora os atributos textuais de relatórios financeiros tradicionais sejam amplamente investigados, aqueles presentes nos relatórios de sustentabilidade ainda são pouco explorados, apesar da crescente relevância das informações ESG para a estratégia corporativa e para a avaliação dos stakeholders. Nesse contexto, o presente estudo objetiva identificar o efeito do tom e da legibilidade das divulgações ESG sobre a qualidade das informações contábeis, mensurada pelo *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional, considerando também o desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) como variável moderadora. Os resultados indicam que o tom apresenta relação significativa com o *value relevance* e a legibilidade não apresenta associação direta significativa sobre as métricas de qualidade da informação contábil estudadas. Os efeitos moderadores evidenciam apenas que a legibilidade combinada com ROE mostrou-se relevante para o *value relevance*, e insignificante para as demais estimações. Esses achados sugerem que os atributos textuais das divulgações ESG são relevantes de forma direta e quando associados a um bom desempenho organizacional, contribuindo para reduzir a assimetria informacional e reforçar a credibilidade percebida pelo mercado. O estudo avança na literatura ao integrar, de forma inédita, atributos textuais, qualidade da informação contábil e desempenho organizacional, reforçando a Teoria da Divulgação e oferecendo implicações práticas para a elaboração de relatórios de sustentabilidade mais eficazes.

Palavras-chave: ESG. *Value Relevance*. Gerenciamento de Resultados. Conservadorismo.

ABSTRACT

Although the textual attributes of traditional financial reports have been widely investigated, those present in sustainability reports remain underexplored, despite the growing relevance of ESG information for corporate strategy and stakeholder evaluation. In this context, the present study aims to identify the effect of tone and readability of ESG disclosures on accounting information quality, measured through value relevance, accrual-based earnings management, and conditional conservatism, while also considering organizational performance (ROA, ROE, and Tobin's Q) as a moderating variable. The results indicate that tone presents a significant relationship with value relevance, whereas readability does not show a significant direct association with the accounting information quality metrics examined. The moderating effects reveal only that readability combined with ROE was relevant for value relevance, while remaining insignificant for the other estimations. These findings suggest that the textual attributes of ESG disclosures are relevant both directly and when associated with strong organizational performance, contributing to the reduction of information asymmetry and reinforcing the credibility perceived by the market. This study advances the literature by integrating, in an original way, textual attributes, accounting information quality, and organizational performance, reinforcing Disclosure Theory and offering practical implications for the development of more effective sustainability reports.

Keywords: ESG. Value Relevance. Earnings Management. Conservatism.

1 INTRODUÇÃO

As informações ESG representam uma parte relevante da divulgação de dados não financeiros e complementam a divulgação financeira tradicional (Wang et al., 2022), podendo impactar a qualidade das informações contábeis. Considera-se que uma informação contábil possui qualidade quando fornece dados úteis aos investidores na tomada de decisões (Manaf et al., 2024). Nesta perspectiva, pesquisas sobre a relação entre as características da informação ESG e a qualidade da informação contábil podem expandir o conhecimento sobre o processo de tomada de decisão dos investidores.

De maneira geral observa-se, na literatura sobre a relação entre ESG e a qualidade das informações contábeis, que as métricas recorrentes envolvem *value relevance*, gerenciamento de resultados e conservadorismo. Estudos que abordam essa perspectiva investigam a associação entre *value relevance* e desempenho financeiro e não financeiro (Setyahuni & Handayani, 2020), desempenho ESG e gerenciamento de resultados (Velte, 2019) e relatório ESG e conservadorismo (Manaf et al., 2024).

Tendo em vista que as divulgações de informações ESG são predominantemente voluntárias no cenário global (Hummel & Schlick, 2016), tais informações podem ser analisadas sob a perspectiva da Teoria da Divulgação. À luz da Teoria da Divulgação, a informação pode ser vista como um sinal que representa o valor subjacente de um ativo de risco (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), no entanto, esse sinal pode estar sujeito a distorções, como a assimetria informacional. Assim, a decisão do gestor sobre divulgar ou não determinada informação pode se pautar pela análise das consequências que esta divulgação pode ter sobre o valor do ativo divulgado.

Os benefícios advindos da adoção de práticas voltadas para questões ESG incluem o potencial de aumento do valor para o acionista, enquanto contribuem para o desenvolvimento sustentável das sociedades em que operam (Dmuchowski et al., 2022). Um melhor desempenho em ESG geralmente sugere que a empresa valoriza a transparência e a ética, refletindo-se frequentemente em informações de maior qualidade (Hong & Andersen, 2011; Kim et al., 2012) e aumento no desempenho financeiro (Gonçalves et al., 2023). A qualidade das informações contábeis possibilita que os *stakeholders* tenham acesso a dados confiáveis para tomar suas decisões (Moura et al., 2016). Desta maneira, sob a perspectiva da *accountability*, os relatórios de sustentabilidade devem oferecer aos *stakeholders* informações com um padrão de qualidade comparável ao exigido para os relatórios financeiros (Garcia et al., 2015).

Nos estudos que tratam da relação entre informações sobre ESG e qualidade da informação foi identificado que o ESG está positivamente associado à relevância das informações contábeis (Setyahuni e Handayani, 2020). Evidências empíricas mostram resultados divergentes quanto à relação entre ESG e gerenciamento de resultados, com estudos indicando associação negativa (Pathak & Gupta, 2022) e outros apontando associação positiva (Santos, 2023). Além disso, Dalcero et al. (2025) salientam que um maior desempenho ESG leva ao aumento do conservadorismo contábil condicional no ano seguinte, sugerindo que uma divulgação ESG robusta eleva a qualidade da informação disponível para a tomada de decisão.

A qualidade das informações narrativas divulgadas pelas empresas, assim como suas características, tem implicações importantes para investidores, que buscam informações confiáveis e relevantes (Rowbottom & Lymer, 2010). Nesse contexto, estudos têm investigado o impacto do tom e da legibilidade das divulgações ESG. Albitar et al. (2022) apontam que empresas com altas classificações em ESG costumam adotar um tom mais positivo em suas comunicações de Responsabilidade Social Corporativa (RSC). De forma semelhante, Borges Júnior e Malaquias (2022) indicam que um tom otimista nas informações de RSC está associado a maiores valores de mercado e menores custos de capital. Quanto à legibilidade, Caglio et al. (2019) mostram que relatos integrados (RI) mais claros estão relacionados a maior valorização de mercado, embora Raimo et al. (2022) ressaltem que esses documentos frequentemente apresentam baixo nível de legibilidade.

Embora pesquisas tenham abordado separadamente métricas de qualidade da informação contábil (Setyahuni e Handayani, 2020; Pathak & Gupta, 2022; Dalcero et al., 2025) ou tom e legibilidade das divulgações ESG (Albitar et al., 2022; Borges Júnior e Malaquias, 2022; Caglio et al., 2019; Raimo et al., 2022), ainda há uma lacuna a ser preenchida quanto ao entendimento sobre a aplicação conjunta dessas dimensões. O presente estudo propõe uma abordagem que analisa simultaneamente atributos textuais das informações ESG e a qualidade das informações contábeis. De forma complementar, se considera o papel moderador do desempenho organizacional na relação entre atributos textuais e a qualidade da informação contábil, dado que as informações ESG podem impactar o desempenho organizacional de forma positiva (Habib & Mourad, 2023; Maji & Lohia, 2023) e negativa (Gutiérrez-Ponce & Wibowo, 2024; Buallay, 2024). O desempenho organizacional funciona como moderador da relação entre os atributos da divulgação ESG e a qualidade da informação contábil, visto que indicadores como ROA, ROE e Q de Tobin refletem a capacidade da empresa de gerar resultados e gerenciar seus recursos. Empresas com alto desempenho organizacional conseguem investir em práticas ESG robustas e divulgá-las de forma transparente, fortalecendo sua reputação e sinalizando

confiabilidade e compromisso com a sustentabilidade. Em contraste, empresas com baixo desempenho organizacional tendem a divulgar menos informações ou adotar um tom neutro ou defensivo, buscando economizar recursos ou minimizar a exposição de resultados insatisfatórios.

Diante disso, o objetivo geral deste estudo é identificar o efeito dos atributos textuais das informações ESG (tom e legibilidade) na qualidade das informações contábeis, considerando também a moderação do desempenho organizacional. Espera-se que as informações ESG estejam associadas à qualidade das informações contábeis, fornecendo aos *stakeholders* informações mais relevantes, confiáveis e úteis para a tomada de decisão. Além disso, espera-se que este efeito seja moderado pelo desempenho organizacional. Tendo em vista que empresas com melhor desempenho transmitem maior confiança, informações mais legíveis e/ou com tom mais otimista exercem maior influência na percepção da qualidade da informação contábil. Em contrapartida, em empresas com baixo desempenho, esse efeito é reduzido, limitando a utilidade e a confiabilidade das informações percebidas por investidores e demais *stakeholders*.

O presente estudo avança tanto no cenário nacional quanto internacional ao investigar, o tom e a legibilidade das informações ESG e sua relação com diferentes dimensões da qualidade das informações contábeis, mensuradas pelo *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional. Ao considerar essas características textuais, é possível avaliar não apenas o que é comunicado, mas também como as informações ESG são apresentadas aos usuários, ampliando a compreensão sobre sua utilidade e confiabilidade.

Do ponto de vista teórico, atributos textuais como tom e legibilidade podem influenciar a qualidade das informações contábeis ao reduzir a assimetria informacional e reforçar a confiabilidade percebida pelo mercado. Contudo, essas características textuais também refletem o grau de discricionariedade gerencial, especialmente quando há intenção de minimizar resultados negativos ou destacar excessivamente aspectos positivos.

Resumidamente, esta pesquisa contribui para a literatura ao fornecer evidências sobre a relação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e a qualidade das informações contábeis, considerando as proxies *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo contábil. Além disso, ela incorpora o desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) como moderador dessa relação. Na prática, os resultados oferecem orientações para que as empresas aprimorem seus relatórios de sustentabilidade, evidenciando como tom e legibilidade impactam a qualidade das informações contábeis. Para o mercado, o

estudo fornece subsídios para que investidores e analistas compreendam melhor a relação entre divulgações ESG e qualidade contábil, auxiliando na tomada de decisão.

2 REVISÃO DA LITERATURA E ELABORAÇÃO DAS HIPÓTESES

2.1 ESG e qualidade das informações contábeis

Qualidade da informação contábil, também conhecida como qualidade dos lucros, é o termo utilizado na literatura para descrever a qualidade das informações contábeis apresentadas nos relatórios financeiros (Manaf et al., 2024). Dechow et al. (2010) definem qualidade dos lucros como lucros de alta qualidade que fornecem mais informações sobre o desempenho financeiro da empresa e são relevantes para decisões específicas tomadas pelos tomadores de decisão. Desta forma, as informações relacionadas à qualidade dos lucros seriam importantes para os investidores na avaliação da capacidade de sobrevivência futura da empresa.

De acordo com Chen et al. (2010), a qualidade da informação contábil refere-se à capacidade dos números contábeis de representar fielmente a condição financeira da empresa, alinhando-se às características inerentes à informação contábil, tais como relevância, representação fidedigna, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade, que asseguram a utilidade das demonstrações contábeis para a tomada de decisão dos usuários. Vale lembrar que uma alta qualidade dos lucros aumenta a confiabilidade e a credibilidade dos relatórios da empresa (Rezaee & Tuo, 2017). Contudo, a qualidade das informações contábeis pode ser influenciada por ações oportunísticas dos gestores, dado que as informações contábeis desempenham um papel relevante na avaliação das empresas e na tomada de decisão por parte dos usuários da contabilidade (Barth et al., 2008).

A relação entre qualidade da informação contábil e ESG apoia-se em dois argumentos principais. Em primeiro lugar, um bom desempenho em ESG pode ajudar a aliviar restrições de financiamento, aprimorar a reputação corporativa e, conseqüentemente, elevar a qualidade da informação contábil (Dai, 2024). Neste caso, a adoção de práticas ESG pode assumir um caráter estratégico, sendo empregada para mascarar comportamentos oportunísticos, o que implicaria uma expectativa de menor qualidade da informação contábil (Garfatta, 2021). Em segundo lugar, um melhor desempenho em ESG incentiva a adoção de práticas aprimoradas de divulgação, que funcionam como um mecanismo para aumentar a confiabilidade das informações financeiras, fortalecer a confiança dos investidores e promover uma perspectiva positiva sobre o futuro econômico (Sharawi & Shahawi, 2024).

Há diferentes métricas para mensurar a qualidade das informações contábeis. Entre as métricas mais empregadas destacam-se: persistência dos lucros, gerenciamento de resultados,

reconhecimento assimétrico de perdas (conservadorismo), *value relevance*, transparência e comparabilidade (Lima et al., 2015; Martins & Barros, 2021). Para este estudo a mensuração da qualidade da informação contábil é realizada a partir de três *proxies* principais: *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional, selecionadas por sua capacidade de captar dimensões complementares da precisão, prudência e utilidade informativa das demonstrações financeiras.

O *value relevance* diz respeito à utilidade das informações contábeis, sendo definido como a capacidade das informações financeiras de influenciar os preços das ações (Francis & Schipper, 1999). Assim, empresas com números contábeis fortemente associados aos preços de mercados fornecem informações de maior qualidade (Barth et al, 2001). Portanto, os estudos de *value relevance* buscam analisar a relação entre os dados contábeis divulgados pelas empresas e os valores observados no mercado acionário (Bowerman & Sharma, 2016).

No contexto do presente estudo, Setyahuni e Handayani (2020) encontraram que ESG está positivamente associada ao *value relevance*, tanto no modelo de preço quanto no modelo de retorno, indicando que os investidores consideram essas informações relevantes para tomada de decisão, de compra ou venda de participações societárias. Complementarmente, Chan et al. (2022) identificaram que o desempenho ESG reduz o *value relevance* das informações contábeis, ou seja, a informação ESG impacta negativamente o valor das ações, mas ainda assim, conforme os autores, ela é valorizada pelo mercado como uma fonte útil para decisões de investimento.

O gerenciamento de resultados, por sua vez, é caracterizado como uma intervenção dos gestores nos números divulgados nas demonstrações contábeis, com o objetivo de obter algum benefício específico (Schipper, 1989). Watts e Zimmerman (1990) mencionam que a flexibilidade proporcionada pelas normas contábeis concede aos gestores a possibilidade de exercer certo grau de julgamento e discricionariedade na escolha dos procedimentos, métodos e estimativas contábeis a serem adotados. Em específico, o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários refere-se à prática em que os gestores utilizam seu julgamento na elaboração das demonstrações financeiras e realizam ajustes nos componentes de *accrual* dos lucros com o objetivo de influenciar o lucro reportado de uma empresa (Al-Absy et al., 2020).

Ao investigar ESG e gerenciamento de resultados, Tohang et al. (2024) constataram que, no setor de telecomunicações, um melhor desempenho ESG está associado a maiores níveis de *accruals* discricionários, sugerindo que melhores pontuações de ESG neste setor estão associadas a maiores *accruals* discricionários, possivelmente por motivos oportunistas que podem gerar conflitos de agência entre gestores e acionistas na manipulação de números

contábeis e, conseqüentemente, resultar em práticas de reporte financeiro de menor qualidade. De forma diferente, Primacintya e Kusuma (2025) evidenciaram que um melhor desempenho ESG está associado a um menor nível de gerenciamento de resultados, pois o desempenho em ESG reflete uma abordagem sustentável que gera benefícios de longo prazo e busca preservar a reputação da empresa.

Conforme Khan e Watts (2009), o conservadorismo é uma característica da informação contábil que tem a capacidade de mitigar os efeitos da assimetria informacional entre os gestores da empresa e usuários externos. O conservadorismo, portanto, desempenha um papel na redução dos custos de agência e oferece maior confiabilidade aos usuários da informação contábil (Watts, 2003; Ball & Shivakumar, 2005). Segundo Basu (1997), o poder informativo do conservadorismo contábil das empresas está atrelado à forma condicional de tratar essa qualidade da informação contábil, o que pressupõe que haja maior monitoramento para o reconhecimento de boas notícias em relação às más notícias nas demonstrações financeiras. Em contrapartida, o conservadorismo contábil também influencia o retorno sobre a informação contábil, podendo distorcer a qualidade dos lucros reportados (Penman & Zhang, 2002; Caskey & Laux, 2017).

Beaver e Ryan (2005) classificam o conservadorismo em incondicional e condicional. O conservadorismo incondicional refere-se à subavaliação de ativos e superavaliação de passivos independentemente de notícias econômicas (Shivakumar, 2013). Ele aplica padrões conservadores de mensuração e reconhecimento na origem de ativos e passivos, resultando em uma subavaliação persistente dos ativos líquidos, mesmo quando há sinais claros de perdas econômicas iminentes (Ball & Shivakumar, 2005; Moreira et al., 2010). Com base na definição de Basu (1997), Ball e Shivakumar (2005) apontam que o conservadorismo condicional favorece o registro precoce de perdas econômicas que podem ocorrer. Esse tipo de conservadorismo adota padrões mais exigentes para o reconhecimento de ganhos do que para perdas, o que faz com que as perdas sejam registradas de maneira mais imediata e completa em comparação aos ganhos.

Estudos sobre a relação entre ESG e conservadorismo apresentaram resultados conflitantes. Ren (2025) evidenciou que o desempenho ESG das empresas está associado a níveis mais elevados de conservadorismo condicional, refletidos nas três dimensões ESG. Por outro lado, Altın (2025) identificou que as pontuações ESG exercem um efeito negativo sobre o conservadorismo contábil. Este efeito pode ser explicado porque empresas com alto desempenho ESG tendem a priorizar projetos sustentáveis e estratégias de crescimento de longo prazo, antecipando a divulgação de lucros ou ganhos relacionados ao ESG para reforçar a

confiança de investidores, o que pode entrar em conflito com a perspectiva do conservadorismo contábil.

Como visto, as diferentes medidas de qualidade da informação contábil geram resultados distintos, tornando fundamental a análise de múltiplas dimensões. Segundo Barton et al. (2010), pesquisadores e reguladores devem concentrar-se não em determinar qual medida de qualidade é a mais eficaz em um determinado momento, mas nos atributos essenciais que atendem às necessidades dos usuários das demonstrações financeiras. Assim, a investigação das informações ESG, considerando o tom e a legibilidade dos relatórios de sustentabilidade, bem como sua relação com o *value relevance*, o gerenciamento de resultados por *accruals* e o conservadorismo condicional, podem trazer à tona aspectos ainda pouco explorados na literatura.

2.2 Tom e Legibilidade das informações ESG e formulação das hipóteses de pesquisa

Os relatórios ESG reúnem informações acerca de questões ambientais, sociais e de governança das empresas (Du & Yu, 2020). Dessa forma, constituem um importante instrumento de comunicação entre as organizações e seus *stakeholders*, além de representarem um canal para que os investidores avaliem e compreendam o desempenho ESG das empresas (Li et al., 2023). Ressalta-se que a efetividade da comunicação não depende apenas do volume de informações divulgadas, mas também da forma como elas são apresentadas. Sob essa perspectiva, o tom e a legibilidade assumem papel importante na qualidade comunicacional dos relatórios, uma vez que, de acordo com Hassan et al. (2022), ambos constituem elementos de uma comunicação eficaz.

Fisher et al. (2019) apontam que o tom reflete escolhas individuais de palavras. Ele se manifesta por meio do uso de construções linguísticas com conotação positiva ou negativa na apresentação das informações aos usuários externos da contabilidade (Jones & Smith, 2014; Loughran & McDonald, 2016). Além disso, Fisher et al. (2019) ressaltam que o tom, bem como outros elementos estilísticos, pode ser utilizado tanto para transmitir conteúdo informacional relevante quanto de forma estratégica, com o objetivo de influenciar as percepções e os julgamentos dos leitores.

Segundo Luo et al. (2018), a legibilidade é um aspecto importante da avaliação textual, pois implica que o valor da informação seja plenamente compreendido quando há um alto nível de legibilidade. Para gerar valor aos *stakeholders*, os relatórios de sustentabilidade devem ser de fácil leitura. Isso aprimora a compreensão, especialmente por investidores e acionistas, de

modo que as informações possam ser utilizadas adequadamente nos processos de tomada de decisão (Adams e McNicholas, 2007; Maas et al., 2016).

No tocante às pesquisas que envolveram tom ou legibilidade das informações ESG, Beretta et al. (2019) exploraram a associação entre o tom da divulgação do capital intelectual no relato integrado (RI) e o desempenho das empresas e evidenciaram que os gestores usam um tom positivo, definido como otimista, quando relatam melhoria no desempenho das empresas. Caglio et al. (2019), por sua vez, constataram que a legibilidade dos RIs está associada a uma maior valorização de mercado. Isso sinaliza não apenas a importância das informações de sustentabilidade para os *stakeholders*, mas também a relevância da acessibilidade dessas informações.

A política de divulgação ESG ajuda as empresas a assegurarem aos investidores que há um compromisso com a melhoria de suas operações (Fatemi et al., 2018). Por isso, essas informações representam um sinal positivo para os investidores. As informações ESG podem refletir o desempenho sustentável das empresas e são consideradas relevantes pelos investidores quando podem ser utilizadas nos processos de tomada de decisão (Setyahuni & Handayani, 2020). Neste aspecto, essas informações podem ser associadas ao *value relevance*, uma vez que uma informação é considerada relevante quando possui capacidade de influenciar significativamente os valores de mercado. Desta forma, indica-se a primeira hipótese de pesquisa:

H_{1a}: O tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação positiva com o *value relevance*.

Informações relacionadas ao desempenho das empresas, bem como sobre suas atividades sociais e ambientais, tornaram-se úteis para a tomada de decisões. Isso sugere que, assim como qualquer outra atividade empresarial, as informações sobre atividades de CSR são importantes para as decisões de acionistas, investidores e partes interessadas (Radhakrishnan et al., 2018). Assim sendo, a discussão a respeito do *value relevance* está centralizada no fato de que empresas são incentivadas a adotar práticas ESG como uma forma de reduzir os riscos informacionais e, conseqüentemente, aumentar o preço de suas ações (Gómez-Bezares et al., 2016).

Considerando que a divulgação de informações ESG pode gerar tanto efeitos positivos (Chung et al., 2023; Lee & Isa, 2023) quanto negativos (Makridou et al., 2024; Buallay, 2024) no desempenho organizacional, é possível supor que o desempenho da empresa atue como uma variável moderadora na relação entre ESG e *value relevance*. Neste sentido, a divulgação ESG

tende a aumentar a relevância das informações contábeis quando associada a um bom desempenho, ao reforçar a confiança dos investidores. Por outro lado, em empresas com baixo desempenho, essa divulgação pode ser vista como uma tentativa de mascarar resultados negativos, diminuindo sua credibilidade, e consequentemente o *value relevance* para o mercado. Neste sentido, aponta-se a segunda hipótese de pesquisa:

H_{1b}: O desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o *value relevance*.

A comunicação de RSC, usada pelos investidores para acessar informações sobre o desempenho e as atividades de RSC das empresas, pode ser moldada por decisões estratégicas de comunicação. Entre essas decisões, destaca-se o uso de um tom seletivo nas divulgações, como parte de estratégias de gerenciamento de impressão (Brennan e Merkl-Davies, 2013). Portanto, o tom usado no relatório de RSC pode influenciar o julgamento das partes interessadas sobre as atividades e o desempenho de RSC da empresa, influenciando assim os efeitos da divulgação de RSC (Liang & Wu, 2022). Além disso, os investidores geralmente reagem de forma mais intensa a informações narrativas altamente legíveis e de forma mais fraca a informações menos legíveis (Rennekamp, 2012). Assim, a legibilidade das divulgações corporativas torna-se uma questão importante, especialmente diante das preocupações com o compartilhamento de informações e a assimetria informacional (Li, 2010; Hassan et al., 2019).

Empresas com melhor desempenho ESG reduz o comportamento oportunista de gerenciamento de resultados das empresas, porque o engajamento ESG traduz maior confiança e apoio dos *stakeholders* (Pathak & Gupta, 2022). De maneira complementar, a RSC pode atuar como um mecanismo para reduzir o gerenciamento de resultados, visto que empresas com compromissos mais fortes com a RSC podem estar sujeitas a maior escrutínio e são motivadas a manter a transparência e a credibilidade (Masmoudi, 2024). A partir disso, propõe-se a terceira hipótese de pesquisa:

H_{2a}: O tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação negativa com o com o gerenciamento de resultados por *accruals*.

Sob a ótica da Teoria da Divulgação, a escolha de uma empresa em divulgar ou reter informações voluntárias é afetada pelos efeitos econômicos resultantes dessa divulgação (Verrecchia, 1983; Dye, 1985). Isso implica que o impacto da divulgação, seja de boas ou más notícias, pode influenciar o desempenho da empresa de maneiras diferentes. Reforçando esta reflexão, Scholtens e Kang (2013) argumentam que os gestores podem buscar atender seus próprios interesses ao relatar lucros em demonstrações financeiras que não exibem uma imagem

precisa da verdadeira situação econômica da empresa, caracterizando a prática de gerenciamento de resultados. Além disso, à medida que aumentam as preocupações com a qualidade dos relatórios corporativos, as partes interessadas também passam a dar maior ênfase aos aspectos não financeiros das empresas (Gavana et al., 2022).

Ademais, o desempenho da empresa pode atuar como moderador na relação entre práticas ESG e o gerenciamento de resultados por *accruals*, pois a divulgação de informações ESG tem implicações sobre o desempenho empresarial, podendo tanto contribuir para melhorias (Lee & Isa, 2023) quanto gerar efeitos negativos (Buallay, 2024). Empresas com bom desempenho organizacional possuem maior capacidade gerencial, recursos financeiros e credibilidade no mercado, de modo que práticas ESG bem estruturadas podem fortalecer o controle interno e reduzir incentivos à manipulação contábil, ampliando os efeitos positivos da divulgação ESG sobre a qualidade da informação e o gerenciamento responsável. Por outro lado, empresas com baixo desempenho podem ter recursos limitados, governança mais frágil ou maior pressão por resultados de curto prazo, o que tende a reduzir a eficácia das divulgações ESG no controle do gerenciamento de resultados.

Assim sendo, empresas com bom desempenho tendem a usar a divulgação ESG como sinal de transparência, enquanto aquelas com desempenho inferior podem recorrer tanto ao gerenciamento de resultados quanto à divulgação ESG para melhorar sua imagem. Dessa forma, o desempenho influencia a intensidade dessa relação, podendo ampliá-la ou atenuá-la. A partir disso, levanta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_{2b}: O desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o gerenciamento de resultados por *accruals*.

O conservadorismo contábil, conforme García Lara et al. (2014), aprimora o ambiente informacional da empresa. A adoção de práticas contábeis mais conservadoras pode, portanto, reduzir a assimetria de informação no ano seguinte, diminuindo os custos de agência e influenciando o comportamento de analistas e investidores (García Lara et al., 2014; Anagnostopoulou et al., 2021). Desta forma, relatórios conservadores são vistos como um mecanismo que alinha os incentivos dos provedores de capital com os da administração (Ruch & Taylor, 2015). Assim sendo, uma vez que o conservadorismo condicional exige que os gestores divulguem rapidamente informações sobre perdas, reduzindo o gerenciamento de resultado (Basu, 1997; Ball e Shivakumar, 2005), há redução da assimetria de informações entre

gestores, investidores e outras partes contratantes, permitindo a formação de expectativas mais informativas sobre o lucro futuro (Ball, 2001; Watts, 2006).

A divulgação de informações não financeiras complementa os relatórios financeiros tradicionais, que apresentam limitações na comunicação de ativos intangíveis e desempenho não financeiro, podendo impactar a tomada de decisão dos investidores (Arvidson, 2010). Um alto nível de transparência nessas divulgações reduz a assimetria de informação e melhora a percepção dos investidores, resultando em um compartilhamento de risco mais eficiente (Kravet & Muslu, 2013) e na redução de custos de monitoramento (Healy & Palepu, 2001). Levando em consideração que a divulgação de informações não financeiras promove a transparência e que o conservadorismo contábil reduz a assimetria informacional e o oportunismo gerencial, propõe-se a quinta hipótese de pesquisa.

H_{3a}: O tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação positiva com o conservadorismo condicional.

A divulgação de informações relacionadas ao ESG tende a reduzir a assimetria informacional entre empresas e investidores, possibilitando que os acionistas realizem uma avaliação mais precisa dos riscos e oportunidades associados aos fatores ambientais, sociais e de governança em seus portfólios (Cho et al., 2013; Cui et al., 2018). De maneira semelhante, o conservadorismo contábil, ao evitar a superavaliação de ativos, beneficia os investidores ao limitar comportamentos oportunistas por parte da gestão, reforçando a confiabilidade das informações financeiras (Beaver & Ryan, 2000).

Considerando que alguns estudos indicam uma associação positiva entre ESG e desempenho corporativo (Almeyda & Darmansya, 2019), enquanto outros apontam efeitos negativos sobre indicadores financeiros (Shaikh, 2022; Gutiérrez-Ponce & Wibowo, 2024), o desempenho organizacional pode atuar como moderador da relação entre ESG e conservadorismo contábil. Em vista disso, o desempenho organizacional pode influenciar a intensidade e a direção das informações ESG sobre o conservadorismo contábil.

Diante do impacto das informações ESG na melhoria da qualidade das informações contábeis entre gestores e do papel disciplinador do conservadorismo contábil, o desempenho das empresas pode moderar esta relação. Ademais, o conservadorismo contábil, ao limitar comportamentos oportunistas da gestão contribui para uma comunicação mais confiável com o mercado. Com base na literatura acima, a sexta hipótese é formulada da seguinte forma:

H_{3b}: O desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o conservadorismo condicional.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra desta pesquisa é composta por 81 empresas não financeiras, com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), que divulgaram o relatório de sustentabilidade no período de 2012, momento em que a B3 passou a estimular a transparência socioambiental por meio da iniciativa “Relato ou Explique”, até 2024. Além disso, o termo relatório de sustentabilidade é utilizado em sentido abrangente, de modo a incluir as diferentes formas pelas quais as empresas divulgam informações de natureza não financeira. A divulgação de informações sobre sustentabilidade passou a abranger diversos formatos de relatórios, incluindo a divulgação ESG, o Relato Integrado (IR) e outros modelos de reporte adotados pelas empresas (Krasteva-Hristova et al., 2025). Neste estudo, o termo utilizado engloba relatório de sustentabilidade, relato integrado e relatório ESG. Apesar das diferenças na forma de apresentação, todos eles trazem informações relacionadas aos aspectos ambiental, social e de governança, de maneira direta ou integrada ao conteúdo do relatório. Os relatórios de sustentabilidade foram obtidos por meio de coleta manual nos sites de Relações com Investidores das empresas e, quando necessário, nos sites institucionais das próprias empresas. Já as informações financeiras utilizadas na estimação das demais variáveis (vide Tabela C1), incluindo indicadores de desempenho e características das companhias, foram extraídas da base de dados Economática.

No modelo proposto, a qualidade da informação contábil é capturada por meio três métricas: *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional. A variável independente, correspondente ao ESG, mensurada a partir de dois atributos textuais, o tom e a legibilidade dos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas empresas. Por fim, o desempenho da empresa atua como variável moderadora e é analisado nas dimensões operacional (ROA), financeira (ROE) e de mercado (Q de Tobin). As medidas de desempenho são consideradas em t+1, uma vez que os efeitos das práticas ESG não se manifestam de forma imediata nos resultados financeiros (Choi e Wang, 2009).

3.2 Variáveis dependentes

Cálculo do *Value Relevance*

A mensuração do *value relevance* é calculado com base no modelo teórico de avaliação desenvolvido por Ohlson (1995) e, posteriormente, submetido a testes empíricos conforme o modelo de Collins et al. (1997). O modelo operacionalizado por Collins et al. (1997) leva em consideração o valor do patrimônio líquido e do lucro líquido como variáveis que exercem influência sobre o valor de mercado de uma empresa. De acordo com esse modelo, o preço da ação é determinado a partir do Lucro por Ação (LPA) e do Valor Patrimonial por Ação (VPA), conforme descrito na Equação 1.

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

(Equação 1)

Em que:

$P_{i,t+1}$ é o preço da ação da empresa i no período $t+1$;

$LPA_{i,t}$ é lucro líquido por ação da empresa i no período t ;

$VPA_{i,t}$ é o valor patrimonial por ação da empresa i no período t .

Para testar a hipótese H_{1a} , que assume uma relação positiva entre o tom e a legibilidade das divulgações ESG e o *value relevance*, o modelo foi adaptado conforme estabelecido na Equação 2. O teste estabelecido na Equação 2 busca verificar se os aspectos textuais das divulgações ESG, especificamente o tom e a legibilidade, exercem impacto significativo no *value relevance* das empresas.

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 VPA_{i,t} + \beta_3 \text{TextESG}_{i,t} + \text{Controle}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 2)

Em que:

$P_{i,t+1}$ é o preço da ação da empresa i no período $t+1$;

$LPA_{i,t}$ é o lucro por ação;

$VPA_{i,t}$ é o valor patrimonial por ação;

$\text{TextESG}_{i,t}$ representa a variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firma i no ano t ;

$\text{Controle}_{i,t}$ representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma i no ano t .

$\varepsilon_{i,t}$ é termo de erro da regressão.

A hipótese H_{1b} , segundo a qual o desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o *value relevance*, é testada por meio do modelo representado na Equação 3, que permitiu investigar se o impacto dos aspectos textuais das divulgações ESG sobre o *value relevance* varia de acordo com o desempenho das empresas.

$$P_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 VPA_{it} + \beta_3 \text{TextESG}_{it} + \beta_4 \text{DES}_{it} + \beta_5 (\text{TextESG}_{it} * \text{DES}_{it}) + \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 3)

Em que:

$P_{i,t+1}$ é o preço da ação da empresa i no período $t+1$;

LPA_{it} é o lucro por ação;

VPA_{it} é o valor patrimonial por ação;

TextESG_{it} representa a variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firma i no ano t ;

DES_{it} é o indicador de desempenho das empresas, podendo ser o ROA (desempenho operacional), ROE (desempenho financeiro) ou Q de Tobin (desempenho de mercado), conforme o modelo estimado;

$\text{TextESG}_{it} * \text{DES}_{it}$ é o termo de interação entre o conteúdo textual ESG e o desempenho empresarial, que busca captar se o efeito do texto ESG sobre o valor da empresa se intensifica ou se reduz conforme o desempenho econômico-financeiro;

Controle_{it} representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma i no ano t ;

ε_{it} é o termo de erro da regressão.

Cálculo do Gerenciamento de Resultados

Para mensurar o gerenciamento de resultados (GR), representada pelos *accruals* discricionários, inicialmente foi necessário estimar os *accruals* totais como base para a identificação do GR. Assim, utilizou-se o modelo proposto por Pae (2005), no qual o fluxo de caixa operacional é incorporado na especificação da equação de estimação dos *accruals* como variável explicativa adicional, ampliando a capacidade preditiva do modelo em relação às abordagens tradicionais. A mensuração foi realizada conforme especificado na Equação 4.

$$TA_{it} = LL_{it} - FCO_{it}$$

(Equação 4)

Em que:

TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t ;

LL_{it} é o resultado contábil da empresa i no período t ;

FCO_{it} é o fluxo de caixa operacional da empresa i no período t .

Em seguida, os *accruals* discricionários foram obtidos a partir dos resíduos da regressão especificada na Equação 5, originando a variável GRA, utilizada como *proxy* para o gerenciamento de resultados contábil baseado em *accruals*.

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{FCO_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_5 \left(\frac{FCO_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_6 \left(\frac{TA_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

(Equação 5)

Em que:

Δ é a variação;

TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t , conforme Equação 4;

ΔREC_{it} são as receitas (REC) da empresa i no período $t+1$ em relação ao período $t-1$;

IMB_{it} é o ativo imobilizado para empresa i no período t ;

AT_{t-1} é o ativo total para entidade i no período anterior ($t-1$);

FCO_{it} é o fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ;

FCO_{it-1} é o fluxo de caixa operacional da empresa i no período anterior ($t-1$);

α , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 representam os coeficientes estimados da regressão;

ε_{it} é o termo de erro da regressão.

O modelo econométrico que investiga a hipótese H_{2a} de que os atributos textuais das divulgações ESG - tom e legibilidade - influenciam o gerenciamento de resultados é apresentado na Equação 6.

$$GRA_{it} = \beta_1 \text{TextESG}_{it} + \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 6)

Em que:

GRA_{it} é o gerenciamento de resultados por *accruals*;

TextESG_{it} variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firma i no ano t ;

Controle_{it} representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma i no ano t ;

ε_{it} termo de erro da regressão.

A hipótese H_{2b} da pesquisa, que investiga se os atributos textuais das divulgações ESG influenciam o gerenciamento de resultados e se esse efeito é moderado pelo desempenho empresarial, é testada por meio do seguinte modelo econométrico:

$$GRA_{it} = \beta_1 \text{TextESG}_{it} + \beta_2 \text{DES}_{it} + \beta_3 (\text{TextESG}_{it} * \text{DES}_{it}) + \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 7)

Em que:

GRA_{it} é o gerenciamento de resultados por *accruals*;

TextESG_{it} variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firma i no ano t ;

DES_{it} é o indicador de desempenho das empresas, podendo ser o ROA (desempenho operacional), ROE (desempenho financeiro) ou Q de Tobin (desempenho de mercado), conforme o modelo estimado;

$\text{TextESG}_{it} * \text{DES}_{it}$ significa termo de interação entre o conteúdo textual ESG e o desempenho empresarial, que busca captar se o efeito do texto ESG sobre o valor da empresa se intensifica ou se reduz conforme o desempenho econômico-financeiro;

Controle_{it} representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma *i* no ano *t*;
 ε_{it} termo de erro da regressão.

Cálculo do Conservadorismo Condicional

O cálculo da variável dependente foi realizado com base no modelo econométrico de estimação do conservadorismo desenvolvido por Khan e Watts (2009), conforme apresentado na Equação 8.

$$\begin{aligned} & \frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} \\ &= \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 R_i (\mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 MTB_i + \mu_4 LEV_i) \\ &+ \beta_3 D_i R_i (\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 MTB_i + \lambda_4 LEV_i) \\ &+ (\delta_1 Size_i + \delta_2 MTB_i + \delta_3 LEV_i + \delta_4 D_i Size_i + \delta_5 D_i MTB_i + \delta_6 D_i LEV_i) \\ &+ \varepsilon_i \end{aligned}$$

(Equação 8)

Em que:

LP_{Ait} é o resultado contábil por ação da empresa *i* no período *t*;

P_{it-1} é o preço médio da ação da empresa *i* no período de *t-1*;

R_{it} representa o retorno da empresa *i* no período de *t*;

D_{it} *dummy* referente ao retorno da empresa *i* no período *t*;

Size_{it} é o logaritmo natural do valor de mercado da empresa *i* no período *t*;

MKT representa o *market to book* da empresa *i* no período *t*;

LEV_{it} é a alavancagem da empresa *i* no período *t*.

Desta forma o conservadorismo condicional das empresas é mensurado a partir dos coeficientes da regressão da Equação 1 para estimar o C_SCORE, conforme a Equação 9:

$$G - SCORE = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 MTB_i + \mu_4 LEV_i$$

$$C - SCORE = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 MTB_i + \lambda_4 LEV_i$$

(Equação 9)

Com o intuito de verificar se as características textuais das informações ESG exercem influência sobre o conservadorismo contábil, a hipótese H_{3a} que preconiza que o tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação positiva com o conservadorismo condicional, foi utilizado o modelo de estimação apresentado na Equação 10.

$$CONS_{it} = \beta_1 TextESG_{it} + Controle_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 10)

Em que:

$CONS_{it}$ é o conservadorismo condicional;
 $TextESG_{it}$ variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firma i no ano t ;
 $Controle_{it}$ representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma i no ano t ;
 ε_{it} termo de erro da regressão.

O modelo apresentado na Equação 11 busca captar a relação de que o desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o conservadorismo condicional, estabelecido na H_{3b} . A proposta é verificar se o tom e a legibilidade das divulgações ESG estão associados ao conservadorismo condicional, e se esta relação varia conforme o desempenho operacional, financeiro e de mercado das organizações.

$$CONS_{it} = \beta_1 TextESG_{it} + \beta_2 DES_{it} + \beta_3 (TextESG_{it} * DES_{it}) + Controle_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 11)

Em que:

$CONS_{it}$ é o conservadorismo condicional;
 $TextESG_{it}$ variável independente mensurada pelo tom e pela legibilidade da divulgação de informações ESG da firma i no ano t ;
 DES_{it} é o indicador de desempenho das empresas, podendo ser o ROA (desempenho operacional), ROE (desempenho financeiro) ou Q de Tobin (desempenho de mercado), conforme o modelo estimado;
 $TextESG_{it} * DES_{it}$ significa termo de interação entre o conteúdo textual ESG e o desempenho empresarial, que busca captar se o efeito do texto ESG sobre o valor da empresa se intensifica ou se reduz conforme o desempenho econômico-financeiro;
 $Controle_{it}$ representa as variáveis de controle do modelo (tamanho, alavancagem, crescimento, setor e ano) da firma i no ano t ;
 ε_{it} termo de erro da regressão.

3.3 Variáveis Independentes

Com o intuito de analisar o tom da divulgação das informações ESG, adotou-se o dicionário de termos ESG desenvolvido por Baier et al. (2020) (vide Apêndice B), construído a partir de relatórios anuais de empresas norte-americanas. As palavras que compõem esse dicionário foram traduzidas para a língua portuguesa pela autora, com a devida adaptação ao contexto específico das divulgações ESG.

Posteriormente, os termos foram organizados em três categorias de tom — positivo, neutro e negativo — seguindo a abordagem proposta por Plumlee et al. (2015) e Borges Júnior

e Malaquias (2022). Assim, cada termo foi alocado de forma exclusiva a uma única categoria, sem possibilidade de sobreposição, considerando seu significado e sua conotação no contexto ESG. Esse procedimento, conforme indicado por Deng et al. (2017), exige a análise individual de cada palavra para garantir a adequação e a precisão da classificação. Nesse processo, palavras como “conformidade”, “honestidade” e “sustentabilidade” foram enquadradas como positivas, por apresentarem carga semântica associada ao fortalecimento da imagem corporativa. Por outro lado, termos como “poluição”, “suborno” e “poluentes” foram classificados como negativos, uma vez que remetem a situações potencialmente prejudiciais à organização. Adicionalmente, foram excluídas do dicionário expressões compostas que poderiam gerar vieses na classificação, como “sem fins lucrativos” e “programa de assistência médica para pessoas de baixa renda”.

O tom foi calculado com base na quantidade de termos positivos (otimistas) e negativos (pessimistas) presentes em cada relatório de sustentabilidade. Dessa forma, a variável tom foi construída como a razão entre a diferença no número de palavras positivas e negativas identificadas nos relatórios e o total de termos positivos e negativos constantes no dicionário, essa abordagem segue o método utilizado por Henry e Leone (2016) e Luo et al. (2025).

Em relação à legibilidade dos relatórios de sustentabilidade, optou-se pela utilização do índice de legibilidade de Flesch (1948), uma vez que essa métrica é amplamente empregada na literatura contábil e reconhecida como o principal indicador de legibilidade textual (Fisher, 2019). Além disso, o método mostra-se plenamente adequado para a análise de textos em língua portuguesa (Martins et al., 1996). O índice de legibilidade é expresso em uma escala numérica que varia de 0 a 100, cujo objetivo é indicar o nível de dificuldade de compreensão do texto (Flesch, 1974). Pontuações mais altas correspondem a textos mais fáceis de ler, enquanto valores mais baixos indicam maior complexidade textual. Importante ressaltar que a dificuldade de leitura está ligada às características das palavras e da estrutura do texto, e não à habilidade do leitor. A escala de classificação é definida da seguinte maneira: muito difícil (0–29), difícil (30–49), razoavelmente difícil (50–59), linguagem padrão ou inteligível (60–69), razoavelmente fácil (70–79), fácil (80–89) e muito fácil (90–100).

3.3 Variáveis Moderadoras

As variáveis moderadoras são aquelas que afetam a intensidade ou a direção da relação entre a variável independente e a variável dependente, podendo fortalecê-la ou enfraquecê-la (Wahyuni et al., 2024). No presente estudo, a desempenho organizacional é considerada a

variável moderadora, mensurada pelo desempenho operacional (ROA), financeira (ROE) e de mercado (Q de Tobin).

O ROA mede a eficiência da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos totais, sendo calculado pela razão entre o lucro líquido e o ativo total. O ROE, por sua vez, permite analisar a rentabilidade do capital investido pelos acionistas, sendo determinado por meio da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido (Bodhanwala & Bodhanwala, 2018). O Q de Tobin é uma métrica que reflete como as partes interessadas externas percebem o desempenho operacional da empresa e sua capacidade de gerar um sólido desempenho financeiro (Tobin, 1969).

A Tabela C1 apresenta as variáveis dependentes e independentes, bem como as variáveis moderadoras e de controle incorporadas aos modelos empíricos.

Tabela C1. Variáveis da Pesquisa

Variáveis	Descrição	Fonte	Medida	Referências
Variáveis Dependentes				
VR	<i>Value Relevance</i>	Economática ®	Conforme Equação 1	Ohlson (1995), Collins et al. (1997)
GR	Grenciamiento de Resultados	Economática ®	Conforme Equação 6	Pae (2005)
Cons	Conservadorismo	Economática ®	Conforme Equação 9	Khan e Watts (2009)
Variáveis Independentes de Interesse				
TOM	Tom positivo e negativo	Relatório de sustentabilidade	Dicionário de palavras	Baier et al. (2020)
Índice de Flesch	Legibilidade dos relatórios de sustentabilidade	Relatório de sustentabilidade	Índice de Flesch = $206,835 - (1,015 \times \text{Palavras/Frases}) - (84,6 \times \text{Sílabas/Palavras})$	Flesch (1948); Wang et al. (2018)
Variáveis Moderadores				
ROA	Desempenho operacional	Economática ®	$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	Aboud e Diab (2018); Saha e Khan (2024)
ROE	Desempenho financeiro	Economática ®	$ROE = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}}$	Buallay et al. (2020); Elmghaamez et al. (2023)
Q de Tobin	Desempenho de mercado	Economática ®	$Q \text{ de Tobin} = \frac{VM + VD}{\text{Ativo total}}$	Kammler e Alves (2010); Dutra et al. (2018)
Variáveis Independentes de Controle				

ESGScore	Desempenho ESG	LSEG	De 0 a 100	Lunawat e Lunawat (2022); Kalia e Aggarwal (2023);
TAM	Tamanho	Economática ®	Logaritmo natural do ativo total do fim do período	Velte (2017); Rahi et al. (2021); Chen e Xie (2022)
ALAV	Alavancagem	Economática ®	Passivo Total/Ativo Total	Aboud e Diab (2018); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
CRES	Crescimento de vendas	Economática ®	$\frac{\text{Receita de vendas} - \text{Receita de vendas } t-1}{\text{Receita de vendas } t-1}$	Bodhanwala e Bodhanwala (2022); Maji e Lohia (2024)
Setor	Setor sensível e não sensível	Economática ®	Variável <i>Dummy</i> conforme setor ambientalmente sensível e não sensível	Lin et al. (2015); .Miralles-Quirós et al. (2018)
Ano	Período anual	Economática ®	Períodos anuais de 2012 a 2024	Chen e Xie (2022); Saha e Khan (2024)

Fonte: elaborado pela autora, 2026.

Foi realizada uma análise dos dados, utilizando uma abordagem em três etapas. Primeiro, a análise univariada permitiu descrever as características gerais da amostra, como médias, medianas e valores extremos. Em seguida, a análise bivariada, por meio da correlação de *Spearman*, possibilitou investigar as potenciais relações entre as variáveis de pesquisa. Por fim, na análise multivariada se empregou a técnica de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários para avaliar o efeito do tom e da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade nas medidas de qualidade da informação contábil, quais sejam, no *value relevance*, no gerenciamento de resultados e no conservadorismo, bem como para investigar o papel moderador do desempenho organizacional nestas relações.

4 ANÁLISES DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela C2 apresenta as estatísticas descritivas das observações empresa-ano da amostra no período de 2012 a 2024. A média da variável LPA é de 1,5277 e o desvio padrão de 2,0048, demonstrando variabilidade na geração de lucro entre as empresas analisadas. Esse resultado assinala a presença de companhias com desempenhos distintos, incluindo empresas lucrativas e outras com resultados negativos no período. Sobre o VPA, a média de 14,9020, superior à mediana de 11,6325, implica distribuição assimétrica positiva e presença de empresas com valores patrimoniais mais elevados. O desvio padrão de 11,3734 revela uma dispersão elevada, indicando que as empresas da amostra apresentam estruturas patrimoniais diversificadas.

A média do gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) é de 0,0616, com mínimo de -3,3488 e máximo de 3,0031. Os resultados apontam heterogeneidade entre as empresas, com ocorrência de observações extremas que podem estar associadas a eventos específicos ou a diferenças significativas no comportamento das organizações ao longo do período analisado. Em relação à variável conservadorismo (CONS), a média é de -0,0015 e a de mediana de -0,0009, sugerem que, de modo geral, as empresas da amostra exibem baixo nível de conservadorismo condicional, sem grande subavaliação de ativos ou reconhecimento antecipado de perdas.

Tabela C2. Estatísticas Descritivas

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
LPA	478	1.5277	1.1569	2.0048	-2.2674	6.4301
VPA	478	14.9020	11.6325	11.3734	2.1060	46.6286
GRA	477	0.0616	-0.0057	1.3958	-3.3488	3.0031
CONS	441	-0.0015	-0.0009	0.0018	-0.0064	0.0007
Tom	479	0.8425	0.8486	0.0498	0.7296	0.9210
Flesch	479	16.6851	16.8722	5.0375	5.2737	26.2180
ROA	479	0.0826	0.0766	0.0510	-0.0036	0.1987
ROE	475	0.1256	0.1155	0.1564	-0.1988	0.5126
Q de Tobin	479	1.0006	0.8477	0.5708	0.3321	2.6615
ESGScore	479	56.2629	58.1077	16.9246	24.4779	82.8480
TAM	479	17.2324	17.1884	1.1265	15.1321	19.5380
ALAV	479	0.6034	0.6081	0.1521	0.3340	0.8973
CRESC	479	0.0753	0.0427	0.1902	-0.2110	0.5417

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: LPA= lucro por ação; VPA= valor por ação; GRA= gerenciamento de resultados por *accruals*; CONS= conservadorismo condicional; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; ESGScore= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis moderadoras desta pesquisa (roa, roe e q de tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis dependentes e independentes (lpa, vpa, gra, cons, tom e flesch) e de controle (esgscore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

No que diz respeito ao tom das informações ESG, observa-se que, com média de 0,8425 e mediana de 0,8486, as divulgações apresentam um caráter predominantemente positivo e baixa variabilidade entre os textos. Os resultados revelam que as empresas tendem a enfatizar mensagens favoráveis em suas comunicações, em linha com os achados de Hu e Zhang (2024). A análise da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade, medida pelo índice de Flesch, aponta uma média de 16,6851 e mediana de 16,8722, mostrando que, em geral, os textos apresentam baixa legibilidade e podem ser difíceis de compreender pelos *stakeholders*. Os achados se alinham à Teoria da Divulgação (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), segundo a qual as empresas escolhem não apenas o que divulgar, mas também como divulgar, podendo optar por textos mais complexos por razões estratégicas.

O desempenho operacional (ROA) apresentou média de 8,26% sinalizando que, em geral, as empresas da amostra mantiveram rentabilidade operacional positiva ao longo do período estudando. Os resultados encontrados estão em consonância com aqueles encontrados por Borges Júnior (2020) e Rolim (2024). Em relação ao desempenho financeiro (ROE), observa-se retorno médio de 12,56% e mediana de 11,55%, sugerindo rentabilidade positiva sobre o patrimônio líquido para a maior parte das empresas analisadas. Adicionalmente, a variação entre -19,88% e 51,26% demonstra heterogeneidade no retorno aos acionistas. Por fim, o desempenho de mercado (Q de Tobin) apresentou média de 1,0006, indicando avaliação acima do valor contábil, embora a mediana de 0,8477 sugira que a maioria das empresas seja precificada abaixo desse valor. Resultados semelhantes foram observados em estudos que relacionam ESG e desempenho, como Velte (2017) e Elmghaamez et al. (2023).

Quanto às variáveis de controle, o desempenho ESG (*ESGScore*) apresentou média de 56,2629, indicando nível moderado de adoção de práticas ambientais, sociais e de governança entre as empresas estudadas. O desvio-padrão de 16,9246 evidencia heterogeneidade na amostra e demonstra diferenças relevantes nas práticas, enquanto os valores mínimo (24,4779) e máximo (82,8480) revelam distintos níveis de sustentabilidade e governança corporativa na amostra. Referente ao tamanho das empresas (TAM), observa-se média (17,2324) e mediana (17,1884) próximas, indicando distribuição relativamente simétrica, e o baixo desvio padrão (1,1265) sugere pouca variação entre o porte das empresas da amostra.

Por sua vez, a alavancagem financeira (ALAV) apresentou média (0,6034) e mediana (0,6081) relativamente elevados de endividamento, sugerindo que a maior parte dos ativos das empresas é financiada por recursos de terceiros, apontando para uma dependência relevante de capital de terceiros na composição do financiamento. De forma geral, a variável crescimento (CRESC) apresenta significativa variação entre as empresas, com valores que vão de -0,2110 a 0,5417, mostrando que algumas empresas possuem desempenho negativo, enquanto outras apresentaram crescimento positivo expressivo, evidenciando heterogeneidade no comportamento das empresas da amostra.

4.2 Correlação de Spearman

O teste de correlação de *Spearman* (Tabela C3) indica que o lucro por ação (LPA) apresentou relação negativa com o tom e a legibilidade (Flesch), sendo estatisticamente significativa apenas para o índice de Flesch a 10%, sugerindo associação inversa entre lucratividade e legibilidade textual dos relatórios. Em contrapartida, verificou-se relação positiva e significativa entre LPA e os indicadores ROA, ROE e Q de Tobin, indicando que

Tabela C3. Correlação de Spearman

Variáveis	LPA	VPA	GRA	CONS	Tom	Flesch	ROA	ROE	Q de Tobin	TAM	ALAV	CRESC
LPA	1											
VPA	0.4122 ***	1										
GRA	-0.0641	-0.0143	1									
CONS	-0.0948 **	0.4619 ***	-0.0210	1								
Tom	-0.0863 *	-0.0386	-0.0179	0.0265	1							
Flesch	-0.0651	-0.0887 *	-0.0281	-0.1739 ***	-0.1456 ***	1						
ROA	0.3507 ***	-0.2006 ***	-0.0144	-0.3502 ***	0.0198	-0.0386	1					
ROE	0.3279 ***	-0.2645 ***	-0.0379	-0.3976 ***	-0.0149	-0.0194	0.8162 ***	1				
Q de Tobin	0.1073 **	-0.2921 ***	0.0552	-0.6347 ***	0.0817 *	0.1128 **	0.5030 ***	0.3891 ***	1			
ESGScore	0.1516 ***	0.2119 ***	-0.0157	0.2066 ***	0.0549	-0.0066	0.0387	0.0083	0.0255			
TAM	0.1134 **	0.3733 ***	-0.0521	0.4250 ***	0.1342 ***	-0.0798 *	-0.0398	-0.0726	-0.0944 **	1		
ALAV	-0.1158 **	-0.2532 ***	-0.0577	-0.0497	-0.0387	-0.0103	-0.0524	0.0604	-0.0068	0.2268 ***	1	
CRESC	0.1552 ***	-0.0748	-0.0101	-0.2286 ***	-0.0048	0.0243	0.1072 **	0.1138 **	0.1561 ***	-0.0754 *	0.1339 ***	1

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. LPA= lucro por ação; VPA= valor por ação; GRA= gerenciamento de resultados por accruals; CONS= conservadorismo condicional; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; ESGScore= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis moderadoras desta pesquisa (roa, roe e q de tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis dependentes e independentes (lpa, vpa, gra, cons, tom e flesch) e de controle (esgscore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

empresas com maior lucro por ação tendem a apresentar melhor desempenho operacional, financeiro e de mercado.

Já o gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) se relaciona negativamente com tom e com legibilidade (Flesch), embora sem significância estatística. De forma semelhante, apesar de apresentar correlações positivas com ROA, ROE e negativa com o Q de Tobin, essas relações não são significativas. No tocante ao conservadorismo condicional (CONS), observa-se correlação positiva com o tom do relatório e negativa com a legibilidade (Flesch), sendo significativa apenas em relação à legibilidade ao nível de 1%. Já nos indicadores de desempenho, CONS apresenta correlações negativas e estatisticamente significativas com ROA, ROE e Q de Tobin.

No que concerne às métricas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin), tem-se correlações positivas e estatisticamente significativas ao nível de 1% entre todas elas. Esse resultado sugere um elevado grau de associação entre os indicadores, o que pode comprometer a estabilidade dos coeficientes e a interpretação dos modelos, na medida em que informações semelhantes passam a ser capturadas simultaneamente. Ainda assim, não há impacto negativo para a análise, pois as estimações foram realizadas de forma independente para cada medida de desempenho.

Quanto às variáveis de controle *ESGScore*, TAM, ALAV e CRESC, os resultados indicam que não existem problemas de multicolinearidade entre elas. Mesmo quando algumas correlações apresentam significância estatística, seus valores são baixos e permanecem distantes do patamar crítico de 0,70 estabelecido na literatura (Fávero & Belfiore, 2017). Isso demonstra que cada variável representa um aspecto específico da estrutura das empresas, sem que haja dependência excessiva entre si. Desta forma, a utilização simultânea dessas variáveis nos modelos econométricos mostra-se adequada e metodologicamente consistente.

4.3 Efeito da divulgação ESG na qualidade da informação contábil e o papel moderador do desempenho organizacional

Todos os modelos de regressão linear múltipla foram estimados pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com efeitos fixos, visando controlar características não observáveis constantes no tempo e reduzir potenciais problemas de endogeneidade decorrentes da possível correlação entre variáveis explicativas e efeitos individuais das unidades analisadas. Conforme destacam Fávero e Belfiore (2017), essa abordagem contribui para eliminar efeitos específicos incorporados ao intercepto e correlacionados com as variáveis independentes.

Os dois primeiros modelos analisam a relação direta entre o tom e a legibilidade (Flesch) das informações ESG e qualidade das informações contábeis (*value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional). Enquanto os seis modelos subsequentes examinam os efeitos de interação entre essas variáveis textuais e os indicadores de desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) e a influência na qualidade da informação contábil.

Previamente às estimações, os dados foram submetidos ao procedimento de *winsorização* a 5%, com o objetivo de reduzir a influência de valores extremos. Adicionalmente, os testes de diagnóstico indicaram ausência de problemas severos de multicolinearidade nos modelos de relação direta, conforme valores aceitáveis de VIF. Já nos modelos com interação, observou-se elevação pontual dos índices de VIF em alguns casos, comportamento esperado devido à alta correlação natural entre as variáveis originais e seus respectivos termos interativos, sem, contudo, comprometer a interpretação dos coeficientes. Por fim, os testes de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg e White evidenciaram presença de heterocedasticidade, razão pela qual todas as regressões foram estimadas com erros-padrão robustos, garantindo maior consistência estatística aos resultados.

4.3.1 Efeito da divulgação ESG no *value relevance* e a moderação do desempenho organizacional

O Painel A da Tabela C4 apresenta os resultados referentes ao efeito direto da divulgação ESG, mensurada pelo tom e pela legibilidade (Flesch), sobre o *value relevance*. Em ambos os modelos, o lucro por ação (LPA) apresenta coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, evidenciando que maiores níveis de lucro estão associados a maior relevância informacional para o mercado. Por outro lado, o valor patrimonial por ação (VPA) não apresenta resultado significativo. Esse resultado sugere que o patrimônio líquido, por refletir valores históricos e práticas contábeis conservadoras, é menos informativo em ambientes de maior incerteza, como os mercados emergentes (Ball et al., 2000).

Tabela C4. Divulgação ESG e *Value Relevance*
Painel A - Efeito da divulgação ESG (Tom e Flesch) no *value relevance*

	Modelo 1 (Tom)	Modelo 2 (Flesh)
LPA	1.7856***	1.7869***
VPA	-0.0851	-0.0200
Tom	32.9901***	
Flesch		-0.0562
ESGScore	0.0192	0.0193
TAM	2.0347	0.9063
ALAV	-3.0021	-0.8339
CRESC	2.4235	2.7861
CPA		Sim

CS	Sim					
Constante	-50.1532			-3.4310		
Observações	457			457		
R ²	0.4041			0.3852		
VIF	3.35			3.36		
SFrancia	0.00001			0.00001		
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.0000			0.0000		
White test	0.0001			0.0000		
Modelo	Efeitos Fixos			Efeitos Fixos		
Painel B - Efeitos da divulgação ESG no <i>value relevance</i> moderado pelo desempenho da empresa						
	Modelo 3 (Tom e ROA)	Modelo 4 (Tom e ROE)	Modelo 5 (Tom e Q de Tobin)	Modelo 6 (Flesch e ROA)	Modelo 7 (Flesch e ROE)	Modelo 8 (Flesch e Q de Tobin)
LPA	1.5949***	1.7066***	1.5007***	1.5866***	1.6754***	1.4980***
VPA	-0.0003	-0.0745	0.1204	0.0589	-0.0135	0.1914
Tom	38.2236**	39.5052***	33.7332			
Flesch				0.0758	0.0783	0.0100
ROA	105.4112			61.9320		
ROE		49.6857			28.7578**	
Q de Tobin			11.6986			11.0803***
Tom*ROA	-87.9572					
Tom*ROE		-50.9585				
Tom*Q de Tobin			-3.4599			
Flesch* ROA				-1.7784		
Flesch*ROE					-1.2808*	
Flesch*Q de Tobin						-0.1034
ESGScore	0.0151	0.0161	-0.0262	0.0146	0.0207	-0.0356
TAM	2.5480	2.9730	4.9059**	1.4438	1.8918	4.0168
ALAV	-2.7669	-5.4536	-2.8075	-0.1910	-2.7656	0.1018
CRESC	1.5736	1.5754	1.4399	1.8491	1.9033	1.6480
CPA	Sim					
CS	Sim					
Constante	-66.1644*	-70.6908*	-109.1283**	-17.6177	-21.7752	-67.3087*
Observações	457	453	457	457	453	457
R ²	0.4203	0.4100	0.4681	0.4058	0.4008	0.4545
VIF	31.47	31.69	29.42	4.48	4.45	4.50
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
White test	0.0001	0.0000	0.0003	0.0000	0.0000	0.0004
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. CPA= Controle de Períodos Anuais; CS= Controle por Setor. LPA= lucro por ação; VPA= valor por ação; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; ESGScore= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis moderadoras desta pesquisa (ROA, ROE e Q de Tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis dependentes e independentes (lpa, vpa, tom e flesch) e de controle (esgscore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

No que se refere à variável Tom (Modelo 1), observou-se coeficiente positivo e estatisticamente significativo, indicando que divulgações com tom mais otimista estão associadas ao aumento do *value relevance* das informações contábeis. Neste sentido, o mercado tende a interpretar narrativas corporativas com tom mais positivo como indicativo de perspectivas econômicas favoráveis, redução da assimetria informacional e maior transparência na comunicação empresarial. Tais resultados são consistentes com Albitar et al. (2022), que

encontram uma associação positiva entre a divulgação ESG e o tom otimista das narrativas corporativas.

A variável Flesch (Modelo 2) não apresentou associação significativa com o *value relevance*, sugerindo que a complexidade textual ou a falta de legibilidade não auxilia investidores a perceber o valor econômico das informações divulgadas nem seu reflexo nos preços das ações. Relatórios mais legíveis ajudam investidores e acionistas a interpretar melhor as informações e utilizá-las nos processos de decisão (Adams & McNicholas, 2007; Maas et al., 2016), mas seu efeito sobre o valor de mercado depende também das informações econômicas contida nos dados, já que o valor da informação só é plenamente percebido quando há conteúdo relevante aliado à legibilidade (Luo et al., 2018).

Os resultados encontrados se alinham à Teoria da Divulgação, na qual as empresas selecionam e organizam as informações, controlando tanto o conteúdo quanto a forma de sua divulgação (Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 1983). No caso das informações ESG analisadas, as características textuais dos relatórios de sustentabilidade podem ter sido aplicadas de forma estratégica, com o pressuposto de que poderim minimizar impactos negativos no *value relevance*.

Com base nos achados da pesquisa, verifica-se que a hipótese H_{1a} – o tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação positiva com o *value relevance* – foi parcialmente comprovada, portanto não se rejeita a hipótese de pesquisa.

Em relação às variáveis de controle, o desempenho ESG (*ESGScore*), tamanho (TAM), alavancagem (ALAV) e crescimento das vendas (CRESC) não apresentam significância estatística em nenhum dos modelos estimados, sugerindo que esses fatores não exercem impacto sobre o *value relevance* nas medidas analisadas (Tom e Flesch). Esse achado pode decorrer do fato de que, em mercados com maior volatilidade institucional e assimetria informacional, outros fatores podem se sobrepor na determinação do *value relevance*, reduzindo o poder explicativo dessas variáveis de controle.

A Tabela 4, Painel B apresenta os efeitos das características textuais da divulgação ESG, medidas pelo tom e pelo índice Flesch, sobre o *value relevance*, moderados pelo desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin).

A análise das interações entre o tom das informações ESG e os indicadores de desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin) não apresentou significância estatística em relação ao *value relevance*. Uma possível explicação é que o tom das divulgações muitas vezes reflete estratégias de gestão da narrativa, incluindo o uso seletivo de informações como parte de práticas de gerenciamento de impressão (Brennan & Merkl-Davies, 2013). Como resultado,

mesmo quando o desempenho da empresa é positivo, as empresas não conseguem aumentar a relevância informacional do tom, pois os investidores tendem a interpretar esses textos como potencialmente manipulativos, reduzindo seu impacto sobre o *value relevance*.

Em relação às interações entre a legibilidade (Flesch) e os indicadores de desempenho das empresas, observa-se que os efeitos sobre o *value relevance* apresentam padrões distintos. Para o ROA e o Q de Tobin, tais interações não se mostraram estatisticamente significativas. Já no caso do ROE, o efeito é negativo e significativo, indicando que, mesmo na presença de relatórios mais legíveis, a associação entre desempenho financeiro e precificação das ações tende a se enfraquecer. Uma possível explicação é que o desempenho financeiro das empresas pode ter sido insatisfatório ou inferior às expectativas do mercado, de forma que a maior legibilidade dos relatórios de sustentabilidade não amplifique a relevância das informações para os investidores.

De acordo com os resultados dos testes evidenciados, a hipótese H_{1b}, em que se estipulou que o desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG e o *value relevance*, foi parcialmente confirmada.

O tom das informações ESG não apresentou significância estatística quando moderado pelo ROA, ROE e Q de Tobin, e a interação da legibilidade com o ROA e Q de Tobin também não se mostrou significativa. Em contraste, a legibilidade apresentou interação significativa com ROE, indicando que, nesses casos, o desempenho organizacional influencia a forma como a clareza dos relatórios impacta o *value relevance*.

Esses achados se alinham à perspectiva da Teoria da Divulgação, que postula que os gestores decidem divulgar informações voluntariamente com base nos incentivos percebidos, avaliando seu efeito potencial sobre o preço das ações. Nesse contexto, a qualidade da informação se reflete na valorização de mercado, e o nível de divulgação voluntária tende a estar positivamente associado à percepção de relevância e confiabilidade das informações (Yamamoto & Salotti, 2006). Assim, os resultados do presente estudo reforçam a abordagem da Teoria da Divulgação, segundo a qual a decisão do agente de revelar ou reter informações privadas é guiada pela observação do impacto da divulgação no valor da empresa.

4.3.2 Efeito da divulgação ESG no gerenciamento de resultados por *accruals* e a moderação do desempenho organizacional

A Tabela C5, no Painel A, apresenta os resultados relativos ao efeito do tom da divulgação ESG sobre o gerenciamento de resultados por *accruals*, que se mostrou estatisticamente não significativo. Os achados demonstram que independentemente de os

relatórios de sustentabilidade transmitirem mensagens otimistas ou pessimistas, não se observa alteração no comportamento das empresas quanto ao gerenciamento de resultados. Uma possibilidade para explicar este resultado é que em divulgação ESG, um tom excessivamente positivo pode ser visto como retórico ou associado a *greenwashing* (exagero ou distorção de ações ambientais ou de sustentabilidade), fazendo com que investidores deem menor peso informacional desse atributo textual (Hummel & Schlick, 2016).

Tabela C5. Divulgação ESG e Gerenciamento de Resultados por *Accruals*

Painel A - Efeito da divulgação ESG (tom e flesch) no gerenciamento de resultados

	Modelo 1 (Tom)	Modelo 2 (Flesch)
Tom	-2.1168	
Flesch		0.0149
ESGScore	-0.0184*	-0.0200**
TAM	0.1530	0.1794
ALAV	0.8833	0.9562
CRESC	0.0033	0.0226
CPA		Sim
CS		Sim
Constante	-0.1442	-2.0733
Observações	477	477
R²	0.0556	0.0546
VIF	3.60	3.61
SFrancia	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.1223	0.1843
White test	0.0000	0.0000
Modelo	Efeitos fixos	Efeitos Fixos

Painel B - Efeitos da divulgação ESG no gerenciamento de resultados moderado pelo desempenho da empresa

	Modelo 3 (Tom e ROA)	Modelo 4 (Tom e ROE)	Modelo 5 (Tom e Q de Tobin)	Modelo 6 (Flesch e ROA)	Modelo 7 (Flesch e ROE)	Modelo 8 (Flesch e Q de Tobin)
Tom	-1.5632	-1.9139	-0.0198			
Flesch				-0.0171	-0.0176	-0.0179
ROA	0.2734			12.6884		
ROE		-1.7442			3.5463	
Q de Tobin			1.8118			1.9964
Tom*ROA	-5.0627					
Tom*ROE		1.9262				
Tom*QdeTobin			-2.1022			
Flesch*ROA				-19.8562		
Flesch*ROE					-4.2946	
Flesch*QdeTobin						-2.3104
ESGScore	-0.0175*	-0.0189*	-0.0179*	-0.0182*	-0.0201**	-0.0187*
TAM	-0.0407	0.1470	0.1519	-0.0482	0.1550	0.1492
ALAV	0.9867	0.9416	0.7697	1.0534	1.0263	0.8899
CRESC	0.1832	-0.0362	0.0028	0.2052	-0.0239	0.0336
CPA						Sim
CS						Sim
Constante	2.7969	-0.2060	-1.8990	1.9500	-1.6165	-1.5291
Observações	477	473	477	477	473	477
R²	0.0650	0.0579	0.0568	0.0668	0.0588	0.0593
VIF	34.10	35.79	32.73	4.78	4.84	4.81
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.1241	0.0831	0.2652	0.2348	0.1395	0.1893
White test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. CPA= Controle de Períodos Anuais; CS= Controle por Setor. GRA= gerenciamento de resultados por *accruals*; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; *ESGScore*= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis moderadoras desta pesquisa (roa, roe e q de tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis dependentes e independentes (lpa, vpa, tom e flesch) e de controle (*esgscore*, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

No que se refere à variável legibilidade (Flesch) (Modelo 2), não foram observados coeficientes estatisticamente significativos, indicando que a facilidade de leitura das informações ESG não influencia diretamente o gerenciamento de resultados. Esse achado indica que a legibilidade das informações ESG afeta a qualidade da comunicação corporativa, mas não apresenta relação direta com decisões discricionárias associadas ao gerenciamento de resultados, corroborando estudos como os de Li (2011) e de Loughran e McDonald (2014).

Os resultados do estudo mostram que a H2a – o tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação negativa com o com o gerenciamento de resultados por *accruals* - não apresenta significância estatística. Dessa forma, a hipótese de pesquisa é rejeitada.

Em relação às variáveis de controle, o *ESGScore* evidenciou coeficientes negativos e estatisticamente significativos em todos os modelos estimados, indicando que um maior desempenho em práticas ambientais, sociais e de governança está associado à redução do gerenciamento de resultados por *accruals*. Liu et al. (2023) alcançaram resultado semelhante ao evidenciar que o engajamento em práticas ESG reduz significativamente a manipulação de resultados, especialmente em mercados com maior assimetria informacional. Quanto às variáveis TAM, ALAV e CRESC, não foi identificada significância estatística em relação ao gerenciamento de resultados por *accruals*. Em particular, os resultados do TAM e do CRESC corroboram os achados de Alqatan e Hichri (2025), que também não identificaram efeitos estatisticamente relevantes dessas variáveis sobre o gerenciamento de resultados.

O Painel B da Tabela 5 apresenta os resultados dos modelos que incluem interações entre medidas de divulgação ESG (tom e Flesch) e desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin), permitindo verificar se o desempenho atua como moderador da relação entre divulgação ESG e gerenciamento de resultados por *accruals*. Os achados sugerem que as interações não são estatisticamente significativas, demonstrando que, nesta amostra, o efeito da divulgação ESG sobre o gerenciamento de resultados por *accruals* não varia de forma consistente com o nível de desempenho das empresas.

Vale lembrar que a existência de moderação depende da capacidade de a variável moderadora influenciar simultaneamente a variável independente e a variável dependente. Uma

razão provável para esse achado é que a literatura apresenta evidências mistas quanto ao impacto do ESG no desempenho, sem consenso sobre efeitos diretos e robustos (Masongweni & Simo-Kengne, 2024; Velte, 2017), o que enfraquece o papel do desempenho como variável moderadora nessa relação. Além disso, há evidências de que o próprio desempenho ESG pode não influenciar o gerenciamento de resultados (Souza et al., 2026).

Na presente pesquisa, o desempenho não conseguiu captar de forma eficaz os benefícios advindos das divulgações ESG nem transmitir efeitos que pudessem impactar o gerenciamento de resultados, visto que atributos textuais, como tom e legibilidade, tendem a impactar principalmente a percepção externa dos investidores, em vez de influenciar diretamente decisões contábeis internas, como o gerenciamento de resultados. Isso ajuda a explicar a ausência de efeito moderador, pois embora o desempenho organizacional possa afetar a interpretação geral das divulgações ESG, ele não altera de forma significativa escolhas contábeis discricionárias.

Diante dos resultados obtidos, conclui-se que a hipótese H_{2b} - desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o gerenciamento de resultados - não foi suportada empiricamente, sendo, portanto, rejeitada.

À luz da Teoria da Divulgação, os resultados podem ser compreendidos como reflexo do poder discricionário dos gestores no processo de seleção e apresentação das informações divulgadas, uma vez que essa abordagem interpreta a divulgação como uma decisão estratégica sobre o que, como e quando reportar (Verrecchia, 1983; Dye, 1985). Assim, o tom e a legibilidade influenciam o gerenciamento de resultados por *accruals* ao afetar a transparência informacional, pois relatórios mais complexos dificultam o monitoramento externo e ampliam a discricionariedade gerencial. Ademais, quando moderados pelo desempenho, tom e legibilidade perdem significância, pois a divulgação textual mantém seu caráter estratégico de gestão de percepções, sem alterar os incentivos das empresas para o gerenciamento de resultados.

4.3.3 Efeito da divulgação ESG no conservadorismo condicional e a moderação do desempenho organizacional

O Painel A da Tabela C6 avalia a associação do tom e da legibilidade (Flesch) da divulgação ESG com o conservadorismo condicional. Em ambos os modelos, nem o tom nem a legibilidade apresentam coeficientes estatisticamente significativos, indicando que os atributos textuais da divulgação ESG, de forma isolada, não explicam variações no nível de

conservadorismo condicional das empresas da amostra. Esse resultado corresponde à noção de que o conservadorismo impõe limites ao comportamento discricionário dos gestores, uma vez que exige o reconhecimento tempestivo de perdas e critérios mais rigorosos para o reconhecimento de ganhos, dificultando a minimização ou omissão de más notícias nas divulgações narrativas (D'Augusta & DeAngelis, 2020). Como o conservadorismo por si só pode disciplinar a divulgação contábil, o tom e a legibilidade das informações ESG têm pouca capacidade adicional de influenciá-lo, o que explica a relação não significativa entre as variáveis.

A partir dos resultados alcançados, a hipótese H_{3a} , que postulava uma associação positiva entre o tom e a legibilidade das informações ESG e o conservadorismo condicional, não encontrou suporte nos resultados e, portanto, não foi comprovada.

Quanto às variáveis de controle, o *ESGScore* não se mostrou estatisticamente significativa. Em relação ao tamanho (TAM), o coeficiente é positivo e significativo em ambos os modelos, sugerindo que empresas maiores tendem a adotar maior conservadorismo condicional, possivelmente em razão do maior monitoramento externo e demanda por qualidade informacional. A alavancagem tem um coeficiente negativo e significativo nos dois modelos, sugerindo que empresas mais endividadas tendem a apresentar menor conservadorismo condicional, possivelmente em razão de incentivos para reduzir o reconhecimento tempestivo de perdas e evitar restrições contratuais. Em se tratando do crescimento (CRESC), assim como nos estudos de Burke et al. (2020) e Hong (2020), este estudo também identificou uma relação negativa e significativa entre crescimento e as perdas no conservadorismo condicional.

Tabela C6. Divulgação ESG e Conservadorismo Condicional

Painel A - Efeito da divulgação ESG (tom e flesch) no conservadorismo condicional

	Modelo 1 (Tom)	Modelo 2 (Flesch)
Tom	-0.0006	
Flesch		-6.67e-06
ESGScore	-9.61e-06	-9.93e-06
TAM	0.0017***	0.0017***
ALAV	-0.0046**	-0.0045**
CRESC	-0.0009**	-0.0009**
CPA		Sim
CS		Sim
Constante	-0.0275***	-0.0281***
Observações	441	441
R²	0.3532	0.3533
VIF	4.97	4.94
SFrancia	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.0000	0.0000
White test	0.0006	0.0088
Modelo	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos

Painel B - Efeitos da divulgação ESG no conservadorismo condicional moderado pelo desempenho da empresa

	Modelo 3 (Tom e ROA)	Modelo 4 (Tom e ROE)	Modelo 5 (Tom e Q de Tobin)	Modelo 6 (Flesch e ROA)	Modelo 7 (Flesch e ROE)	Modelo 8 (Flesch e Q de Tobin)
Tom	0.0013	0.0010	-0.0016			
Flesch				-8.77e-06	-5.54e-06	-0.0000
ROA	0.0153			-0.0055		
ROE		0.0093			-0.0013	
Q de Tobin			-0.0022			-0.0017***
Tom*ROA	-0.0242					
Tom*ROE		-0.0129				
Tom*QdeTobin			0.0012			
Flesch* ROA				0.0000		
Flesch*ROE					-0.0000	
Flesch*QdeTobin						0.0000
ESGScore	-8.12e-06	-0.0000	-5.07e-06	-9.06e-06	-0.0000	-3.26e-06
TAM	0.0014***	0.0015***	0.0011***	0.0015***	0.0015***	0.0010***
ALAV	-0.0046***	-0.0041**	-0.0041**	-0.0045**	-0.0041**	-0.0042***
CRESC	-0.0006*	-0.0008**	-0.0007*	-0.0006*	-0.0008**	-0.0006*
CPA	Sim					
CS	Sim					
Constante	-0.0243***	0.0247***	-0.0149***	-0.0235***	-0.0241***	-0.0152***
Observações	441	437	441	441	437	441
R ²	0.3755	0.4300	0.4220	0.3740	0.4257	0.4251
VIF	35.51	37.29	34.03	5.96	6.02	6.00
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
White test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. fixos	Ef. fixos	Ef. fixos	Ef. fixos	Ef. fixos	Ef. fixos

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. CPA= Controle de Períodos Anuais; CS= Controle por Setor. CONS= conservadorismo condicional; Tom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Flesch= legibilidade; ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; ESGScore= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis moderadoras desta pesquisa (roa, roe e q de tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis dependentes e independentes (lpa, vpa, tom e flesch) e de controle (esgscore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

A Tabela C6 (Painel B) indica que os atributos textuais das informações ESG (tom e flesch) não apresentam efeitos de moderação estatisticamente significativos quando interagidos com ROA, ROE e Q de Tobin sobre o conservadorismo condicional. Isso sugere que o desempenho econômico-financeiro das empresas não altera a forma como características linguísticas das divulgações ESG influenciam a prática de reconhecimento assimétrico de perdas e ganhos. À luz da literatura, esse achado é consistente com Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005), que argumentam que o conservadorismo condicional é um mecanismo contábil estrutural e institucional, pouco sensível a elementos narrativos como tom e legibilidade.

Com base nos resultados, pode-se afirmar que a hipótese H_{3b} - o desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais das divulgações ESG, medidos pelo tom e pela legibilidade (Flesch), e o conservadorismo contábil condicional – não foi confirmada.

Segundo a Teoria da Divulgação, as empresas ajustam a quantidade, a qualidade e a forma das informações divulgadas para maximizar os benefícios da comunicação e minimizar os custos associados à assimetria de informação e à avaliação do mercado (Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 1983). Nesse contexto, a forma como os relatórios de sustentabilidade é construída e comunicada não é capaz de influenciar a percepção de valor e as decisões dos *stakeholders*, refletindo uma gestão estratégica da informação divulgada.

A Tabela C7 apresenta um resumo dos resultados das hipóteses testadas neste estudo, considerando os efeitos dos atributos textuais das divulgações ESG (tom e legibilidade) sobre a qualidade das informações contábeis, mensuradas pelo *value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional, assim como o papel moderador do desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin).

Tabela C7. Resumo dos Resultados dos Testes das Hipóteses

Hipótese	Resultado empírico
H1a: O tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação positiva com o <i>value relevance</i> .	Parcialmente confirmada: o tom apresenta relação positiva e significativa com o <i>value relevance</i> . Por outro lado, a legibilidade das informações ESG não apresentou coeficiente estatisticamente significativo com <i>value relevance</i> .
H1b: O desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o <i>value relevance</i> .	Parcialmente confirmada: a moderação do tom pelas variáveis de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin) não foi significativa. Em contrapartida, a legibilidade mostrou interação significativa com ROE e <i>value relevance</i> .
H2a: tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação negativa com o com o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> .	Rejeitada: a relação entre o tom e a legibilidade das informações ESG com o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> não apresentou significância estatística.
H2b: O desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> .	Rejeitada: a moderação do tom e da legibilidade com o ROA, ROE e Q de Tobin não são estatisticamente significativas com gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> .
H3a: tom e a legibilidade das informações ESG tem uma associação positiva com o conservadorismo condicional.	Rejeitada: tom e legibilidade das informações ESG não tem significância estatística com conservadorismo condicional.
H3b: O desempenho organizacional modera a relação entre os atributos textuais da divulgação de informações ESG, mensurados pelo tom e pela legibilidade, e o conservadorismo condicional.	Rejeitada: a moderação do tom e da legibilidade das informações ESG, quando interagidas com ROA, ROE e Q de Tobin, não apresentou significância estatística sobre o conservadorismo condicional.

Fonte: elaborada pela autora, 2026.

Conforme a Tabela C7, o tom das divulgações ESG apresenta efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o *value relevance*, sugerindo que narrativas mais otimistas estão associadas a maior relevância informacional para o mercado, enquanto a legibilidade não demonstrou significância estatística nesta relação. Em relação ao efeito moderador do desempenho organizacional, interação entre legibilidade e ROE apresentou significância estatística. Os resultados relacionados ao gerenciamento de resultados por *accruals*, tanto as

relações diretas quanto os efeitos moderadores foram rejeitados, não sendo identificadas associações estatisticamente significativas nessas relações. Quanto ao conservadorismo condicional, os resultados indicam ausência de efeito significativo tanto para o tom quanto para a legibilidade das informações ESG. Da mesma forma, as moderações desses atributos textuais com as variáveis de desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) também não apresentaram significância estatística.

4.4 Análises adicionais da moderação pelo desempenho

Nesta seção, foram estimadas regressões em painel, empregando diferentes métricas para as variáveis independentes. As interações foram realizadas entre os atributos textuais, tom e legibilidade, e o desempenho organizacional, em relação a diferentes métricas de qualidade da informação contábil. Nos seis primeiros modelos, essas interações foram avaliadas considerando o *value relevance*. Nos seis modelos seguintes, foram testados os efeitos sobre o gerenciamento de resultados por *accruals*. Nos seis últimos, investigou-se as interações entre desempenho e conservadorismo condicional.

O tom foi mensurado segundo a abordagem de Hu e Zhang (2024), utilizando o logaritmo natural da razão entre palavras positivas e negativas presentes nas divulgações ESG. A legibilidade foi medida pelo Gunning Fog *Index*, desenvolvido por Gunning (1952), que quantifica a clareza textual e permite avaliar a facilidade de compreensão das divulgações. As demais variáveis do modelo base foram mantidas. Os resultados completos dessas regressões estão apresentados na Tabela C8.

Tabela C8. Divulgação ESG (LnTom e Fog) e Qualidade da Informação Contábil

	Modelo 1 (LnTom e ROA)	Modelo 2 (LnTom e ROE)	Modelo 3 (LnTom e Q de Tobin)	Modelo 4 (Fog e ROA)	Modelo 5 (Fog e ROE)	Modelo 6 (Fog e Q de Tobin)
LPA	1.5941***	1.7037***	1.4931***	1.5950***	1.7199***	1.5053***
VPA	0.0052	-0.0682	0.1267	0.0597	-0.0189	0.1849
LnTom	4.6361	4.9693***	5.2984*			
Fog				0.0124	0.0267	0.1834
ROA	52.7225			-43.6003		
ROE		21.3100			-39.2874	
Q de Tobin			11.9750*			5.7874
LnTom*ROA	-8.5215					
LnTom*ROE		-5.9088				
LnTom*QdeTobin			-1.2621			
Fog*ROA				3.5314		
Fog*ROE					2.1350	
Fog*QdeTobin						0.1585
ESGScore	0.0191	0.0206	-0.0199	0.0156	0.0177	-0.0311
TAM	2.4801	2.8557	4.7948**	1.5964	1.9761	4.1292
ALAV	-2.3533	-5.0474	-2.6892	-0.1897	-3.0225	-0.0492
CRESC	1.6596	1.7016	1.5046	1.8717	2.0724	1.7172

CPA	Sim					
CS	Sim					
Constante	-44.8498	-48.2987	-92.5898**	-19.2293	-22.0100	-72.9347*
Observações	457	453	457	457	453	457
R ²	0.4163	0.4056	0.4663	0.4047	0.3928	0.4540
VIF	8.43	8.56	7.92	25.48	34.48	20.96
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
White test	0.0001	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.0002
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Painel B - Efeitos da divulgação ESG (LnTom e Fog) no gerenciamento de resultados por *accruals* moderado pelo desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin)

	Modelo 7 (LnTom e ROA)	Modelo 8 (LnTom e ROE)	Modelo 9 (LnTom e Q de Tobin)	Modelo 10 (Fog e ROA)	Modelo 11 (Fog e ROE)	Modelo 12 (Fog e Q de Tobin)
LnTom	-0.3156	-0.2966	-0.1401			
Fog				-0.0525	0.1393*	-0.0012
ROA	-3.6513			-50.0918**		
ROE		0.4838			2.8837	
QdeTobin			0.5586			-2.3096
LnTom*ROA	-0.1273					
LnTom*ROE		0.1513				
LnTom*QdeTobin			-0.2035			
Fog*ROA				2.1337**		
Fog*ROE					-0.1378	
Fog*QdeTobin						0.1145
ESGScore	-0.0178*	-0.0190*	-0.0184*	-0.0180*	-0.0209**	-0.0214**
TAM	-0.0441	0.1419	0.1562	-0.0410	0.2200	0.2438
ALAV	0.9921	0.9290	0.7919	1.2971	1.1643	1.2035
CRESC	0.1838	-0.0396	-0.0017	0.2324	0.0104	0.0189
CPA	Sim					
CS	Sim					
Constante	2.3492	-0.9699	-1.6273	2.6342	-5.9796	-3.4904
Observações	477	473	477	477	473	477
R ²	0.0658	0.0584	0.0571	0.0799	0.0657	0.0645
VIF	9.01	9.36	8.65	27.03	34.41	23.01
SFrancia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.1114	0.0804	0.1947	0.2378	0.1582	0.2765
White test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Painel C - Efeitos da divulgação ESG (LnTom e Fog) no conservadorismo condicional moderado pelo desempenho da empresa (ROA, ROE e Q de Tobin)

	Modelo 13 (LnTom e ROA)	Modelo 14 (LnTom e ROE)	Modelo 15 (LnTom e Q de Tobin)	Modelo 16 (Fog e ROA)	Modelo 17 (Fog e ROE)	Modelo 18 (Fog e Q de Tobin)
LnTom	0.0002	0.0001	-0.0002			
Fog				0.0000	0.0000	0.0001*
ROA	0.0024			-0.0100		
ROE		0.0017			-0.0045	
QdeTobin			-0.0018*			0.0012
LnTom*ROA	-0.0030					
LnTom*ROE		-0.0013				
LnTom*QdeTobin			0.0002			
Fog*ROA				0.0002		
Fog*ROE					0.0001	
Fog*QdeTobin						-0.0001
ESGScore	-8.16e-06	-0.0000	-5.33e-06	-9.31e-06	-0.0000	-3.49e-06
TAM	0.0014***	0.0015***	0.0011***	0.0015***	0.0015***	0.0011***
ALAV	-0.0046***	-0.0041**	-0.0041**	-0.0044**	-0.0040**	-0.0042***

CRESC	-0.0006*	-0.0008**	-0.0007*	-0.0006*	-0.0008**	-0.0006*
CPA				Sim		
CS				Sim		
Constante	-0.0238***	-0.0243***	0.0158***	-0.0243***	-0.0245***	-0.0197***
Observações	441	437	441	441	437	441
R ²	0.3748	0.4274	0.4223	0.3754	0.4262	0.4298
VIF	10.29	10.69	9.88	27.83	34.83	24.29
SFracia	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Breusch Pagan/ CookWeisberg	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
White test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Fonte: dados da pesquisa, 2026.

Legenda: * indica significância a 10%, ** indica significância a 5% e *** indica significância a 1%. CPA= Controle de Períodos Anuais; CS= Controle por Setor. LPA= lucro por ação; VPA= valor por ação; GRA= gerenciamento de resultados por *accruals*; CONS= conservadorismo condicional; LnTom= dicionário de palavras otimistas e pessimistas; Fog= índice de legibilidade; ROA= desempenho operacional; ROE= desempenho financeiro; Q de Tobin = desempenho de mercado; ESGScore= desempenho ESG; TAM= tamanho da empresa; ALAV= alavancagem; CRESC= crescimento de vendas. As variáveis moderadoras desta pesquisa (roa, roe e q de tobin) encontram-se em “t+1” e referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2013 a 2024, enquanto as variáveis dependentes e independentes (lpa, vpa, tom e flesch) e de controle (esgscore, tam, alav e cresc) estão em “t” para os exercícios contábeis de 2012 a 2023.

Nos modelos de 1 a 3, o LnTom apresentou efeito positivo sobre o *value relevance* quando relacionado ao ROE e ao Q de Tobin. Por outro lado, o índice Fog, utilizado como *proxy* de legibilidade (modelos de 4 a 6), não apresentou coeficientes estatisticamente significativos em nenhum dos modelos estimados. Os resultados das moderações do LnTom e do Fog com desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) não tiveram efeitos significativos no *value relevance*, a ausência de significância pode indicar que o desempenho organizacional não fortalece a credibilidade dos atributos textuais utilizado nos relatórios de sustentabilidade.

A interação entre LnTom (modelos 7 a 9) com o gerenciamento de resultados por *accruals* não foi significativa. Quanto à legibilidade mensurada pelo índice Fog (modelos 10 a 12), o resultado indica coeficiente positivo e estatisticamente significativo no modelo ROE em relação ao gerenciamento de resultados *por accruals*. As interações entre o tom das divulgações ESG (LnTom) e os indicadores de desempenho ROA, ROE e Q de Tobin não apresentaram significância estatística. No caso da legibilidade (Fog), apenas a moderação com ROA apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo, sugerindo que empresas com melhor desempenho operacional dispõem de maior discricionariedade gerencial e menor pressão imediata do mercado, utilizando divulgações textualmente mais complexas para dificultar a identificação de práticas oportunistas, em linha com a hipótese de ofuscação gerencial proposta por Li (2008).

Por fim, o tom das divulgações ESG (LnTom) não possui resultado significativo com o conservadorismo condicional, enquanto a legibilidade (índice Fog) é significativa e positiva apenas com o Q de Tobin, sugerindo que iniciativas de sustentabilidade podem reforçar práticas

contábeis mais prudentes por meio da redução da assimetria de informação e maior demanda dos *stakeholders* por maior qualidade da informação (Ren, 2025). Os resultados das interações entre o tom textual (LnTom) e a legibilidade (Fog) das informações ESG com os indicadores de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin) não apresentaram significância estatística em relação ao conservadorismo condicional.

5 CONTRIBUIÇÕES, IMPLICAÇÕES NA QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E LIMITAÇÕES

Neste artigo, objetivou-se identificar o efeito dos atributos textuais das informações ESG (tom e legibilidade) na qualidade das informações contábeis, considerando também a moderação do desempenho organizacional. A qualidade das informações contábeis foi avaliada a partir das *proxies value relevance*, gerenciamento de resultados por *accruals* e conservadorismo condicional, e o desempenho organizacional foi mensurado utilizando ROA, ROE e Q de Tobin.

Primeiramente, as hipóteses que postularam uma associação direta entre tom e legibilidade das informações ESG e a qualidade das informações contábeis foram majoritariamente rejeitadas (H_{2a} e H_{3a}). Contudo, a H_{1a} foi parcialmente confirmada, uma vez que a legibilidade apresentou efeito significativo relacionado ao *value relevance*. Em geral, os achados indicam que os atributos textuais não são suficientes para melhorar a utilidade ou a confiabilidade das informações contábeis, possivelmente porque o tom é manipulado estrategicamente pelas empresas para transmitir uma impressão positiva, enquanto a baixa legibilidade dos textos limita a efetividade desses atributos na melhoria da qualidade contábil.

Em segundo lugar, as hipóteses relacionadas aos efeitos moderadores foram parcialmente confirmadas. No âmbito do *value relevance*, as evidências indicam que o desempenho financeiro influencia a relação entre a legibilidade das divulgações ESG. Tais resultados encontram respaldo na Teoria da Divulgação, visto que a escolha de uma empresa em divulgar ou reter informações voluntárias é afetada pelos efeitos econômicos resultantes dessa divulgação. Quanto ao gerenciamento de resultados por *accruals* e ao conservadorismo condicional, não foram encontrados resultados estatisticamente significativos para as interações entre o tom e a legibilidade das divulgações ESG moderadas pelo desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin). Uma possível justificativa é que o tom e a legibilidade das divulgações ESG afetam mais a reputação da empresa do que práticas contábeis internas.

Esta pesquisa contribui com a literatura ao ampliar evidências empíricas sobre a relação entre o tom e a legibilidade das informações ESG e a qualidade das informações contábeis,

mensurada pelo *value relevance*, gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil. Além disso, introduz o desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) como variável moderadora da relação entre atributos textuais e qualidade da informação contábil. Em termos práticos, os resultados podem auxiliar as empresas a melhorar a qualidade de seus relatórios de sustentabilidade, fornecendo orientações concretas sobre como o tom e a legibilidade das informações ESG divulgadas impactam a qualidade das informações contábeis reportadas. Sob a ótica do mercado, este estudo pode oferecer contribuições importantes para os *stakeholders*, ao lançar luz sobre as relações entre as divulgações ESG (tom e legibilidade) e a qualidade das informações contábeis, essa compreensão mais aprofundada pode possibilitar aos usuários desses relatórios, como investidores e analistas, mais informações para sua tomada de decisão.

O estudo apresenta três limitações principais. A primeira decorre do uso do índice de legibilidade Flesch, amplamente empregado na literatura internacional, mas originalmente desenvolvido para textos em língua inglesa. A segunda refere-se à adaptação do dicionário para o português, procedimento adequado aos objetivos da pesquisa, mas que pode resultar em perdas semânticas. Por fim, as métricas de desempenho adotadas são objeto de críticas na literatura. No entanto, o uso de três indicadores distintos fortalece a robustez dos resultados.

Para estudos futuros, recomenda-se explorar diferentes métricas de qualidade das informações contábeis, como a persistência dos lucros, a fim de capturar dimensões adicionais da relevância e confiabilidade da informação, além de incluir variáveis mediadoras ou moderadoras, ampliando a compreensão sobre os mecanismos pelos quais o tom e a legibilidade influenciam a percepção de risco, a confiança dos investidores e a utilidade da informação contábil para a tomada de decisão.

REFERÊNCIAS

About, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>

Adams, C. A., & McNicholas, P. (2007). Making a difference: Sustainability reporting, accountability and organisational change. *Accounting, auditing & accountability journal*, 20(3), 382-402. <https://doi.org/10.1108/09513570710748553>

Adhariani, D., & Du Toit, E. (2020). Readability of sustainability reports: evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 621-636.

Al-Absy, M., Ismail, K., Chandren, S., & Al-Dubai, S. (2020). Involvement of board chairmen in audit committees and earnings management: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(8), 233–246. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.Vol7.No8.233>

- Albitar, K., Abdoush, T., & Hussainey1, K. (2022). Do Corporate Governance Mechanisms and ESG Disclosure Drive CSR Narrative Tones? *International Journal of Finance & Economics*, 1–15. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2625>
- Almeyda, R., & Darmansya, A. (2019). The influence of environmental, social, and governance (ESG) disclosure on firm financial performance. *IPTEK Journal of Proceedings Series*, (5), 278-290. <https://doi.org/10.12962/j23546026.y2019i5.6340>
- Altın, M. (2025). Çevresel, Sosyal Ve Yönetişim Puanlari Ve Çevresel Harcamaların Muhasebe Muhafazakarlığı Üzerindeki Etkisi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 27(2), 57-76. <https://doi.org/10.31460/mbdd.1627372>
- Alqatan, A., & Hichri, A. (2025). CSR practices and earnings management: the mediating effect of accounting conservatism and the moderating effect of corporate governance: evidence from Finnish companies. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 35(1), 32-52. <https://doi.org/10.1108/CR-10-2023-0253>
- Anagnostopoulou, S. C., Tsekrekos, A. E., & Voulgaris, G. (2021). Accounting conservatism and corporate social responsibility. *British Accounting Review*, 53(4), 100942. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2020.100942>
- Baier, P., Berninger, M., & Kiesel, F. (2020). Environmental, social and governance reporting in annual reports: A textual analysis. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 29(3), 93-118. <https://doi.org/10.1111/fmii.12132>
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2001(1), 127-169. <http://dx.doi.org/10.1353/pfs.2001.0002>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of accounting and economics*, 29(1), 1-51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83–128. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.04.001>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*. v. 31, p. 77-104. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards And Accounting Quality. *Journal of accounting research*, V. 46, N. 3, P. 467-498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Barton, J., Hansen, T. B., & Pownall, G. (2010). Which performance measures do investors around the world value the most—and why?. *The Accounting Review*, 85(3), 753-789. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.3.753>
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings1. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1)
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of accounting research*, 38(1), 127-148. <https://doi.org/10.2307/2672925>

- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of accounting studies*, 10(2-3), 269-309. <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1532-6>
- Beretta, V., Demartini, C., & Trucco, S. (2019). Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting?. *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 100-124. <https://doi.org/10.1108/JIC-02-2018-0049>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management decision*, 56(8), 1734-1747. <https://doi.org/10.1108/MD-04-2017-0381>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2022). Exploring relationship between sustainability and firm performance in travel and tourism industry: a global evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(7), 1251-1269. <http://dx.doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0360>
- Borges Júnior, D. M., & Malaquias, R. F. (2022). O tom da divulgação importa? Uma análise dos efeitos do tom do disclosure de RSC no desempenho das firmas. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 19(53), 03–20. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e84552>
- Bowerman, S., & Sharma, U. P. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 202-216. <http://dx.doi.org/10.22495/cocv13i2c1p2>
- Brennan, N. M., & Merkl-Davies, D. M. (2013). *Accounting narratives and impression management*. In *The Routledge companion to accounting communication* (pp. 109-132). Routledge.
- Buallay, A. (2024). Sustainability Reporting in IT Sector vs. Other Sectors: The Impacts on Multidimensional Performance. *International Journal of E-Business Research (IJEER)*, 20(1), 1-23. <http://dx.doi.org/10.4018/IJEER.339916>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Barone, E. (2020). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 69 No. 3, pp. 431-445. <http://dx.doi.org/10.1108/IJPPM-10-2018-0371>
- Burke, Q. L., Chen, P. C., & Lobo, G. J. (2020). Is corporate social responsibility performance related to conditional accounting conservatism? *Accounting Horizons*, 34(2), 19–40. <https://doi.org/10.2308/HORIZONS-18-111>
- Caglio, A., Melloni, G., & Perego, P. (2019): Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting. *European Accounting Review*. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486>
- Caskey, J., & Laux, V. (2017). Corporate governance, accounting conservatism, and manipulation. *Management Science*, 63(2), 424-437. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2341>
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management and Accounting*, [s. l.], v. 21, n. 3, p. 220–278, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1467646X.2010.01041.x>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>

- Cho, S., Lee, C., & Pfeiffer, R. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 71–83. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2129509>
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, 30(8), 895-907. <https://doi.org/10.1002/smj.759>
- Chung, R., Bayne, L., & Birt, J. (2023). The impact of environmental, social and governance (ESG) disclosure on firm financial performance: evidence from Hong Kong. *Asian Review of Accounting*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/ara-07-2022-0165>
- Collins, D. W., Maydew, E. L. & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549-572. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3003-8>
- Dai, Z. (2024). ESG performance and improvement of corporate accounting information quality. *Highlights in Business, Economics and Management*, 37, 184-202. <https://doi.org/10.54097/k3wtnn35>
- Dalcerro, K., Meurer, S., Ferreira, D. D. M., & Paulo, E. (2025). The role of environmental, social, and governance (ESG) in accounting conservatism: Evidence from Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 36(98), e2049. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20242049.en>
- D'Augusta, C., & DeAngelis, M. D. (2020). Does accounting conservatism discipline qualitative disclosure? Evidence from tone management in the MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 37(4), 2287-2318.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Deng, Q., Hine, M., Ji, S., & Sur, S. (2017, January). Building an environmental sustainability dictionary for the IT industry. In *Proceedings of the 50th Hawaii International Conference on System Sciences*. <https://doi.org/10.24251/HICSS.2017.112>
- Dmuchowski, P., Dmuchowski, W., Baczewska-Dąbrowska, A. H., & Gworek, B. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) model; impacts and sustainable investment - Global trends and Poland's perspective. *Journal of Environmental Management* 329(3):117023. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.117023>
- Du, S., & Yu, K. (2020). Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and tone. *Journal of Business Ethics*, 172(2), 253–274. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Dutra, V. R., Ceretta, P. S., Dalcin, L., & Lamberti, F. A. (2018). Análise do Investimento em Empresas Brasileiras por Meio do q de Tobin. *Revista Administração em Diálogo-RAD*, 20(3), 28-45. <http://dx.doi.org/10.23925/2178-0080.2017v20i3.36823>

- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 123-145. <https://doi.org/10.2307/2490910>
- Elmghaamez, I. K., Nwachukwu, J., & Ntim, C. G. (2023). ESG disclosure and financial performance of multinational enterprises: The moderating effect of board standing committees. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2846>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: the moderating role of disclosure. *Glob. Financ. J.* 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Brasil: Elsevier.
- Fisher, R., Van Staden, C., & Richards, G. (2019). Watch that tone: An investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(1), 77– 105. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-10-2016-2745>
- Flesch, R. (1948). A new readability yardstick. *Journal of Applied Psychology*, 32(3), 221-233. <https://doi.org/10.1037/h0057532>
- Flesch, R. (1974). *The Art of Readable Writing*. New York: Harper & Row.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of accounting Research*, 37(2), 319-352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Garcia, S., Cintra, Y. C., de Souza Ribeiro, M., & Dibbern, B. R. S. (2015). Qualidade da divulgação socioambiental: um estudo sobre a acurácia das informações contábeis nos relatórios de sustentabilidade. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(25), 67-94. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n25p95>
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2014). Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 23(2), 173e198. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1920356>
- Garfatta, R. (2021). Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Saudi Arabia after mandatory IFRS adoption. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(9), 189–200. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no9.0189>
- Gavana, G., Gottardo, P., & Moiseello, A. M. (2022). Related party transactions and earnings management: The moderating effect of ESG performance. *Sustainability*, 14(10), 5823. <https://doi.org/10.3390/su14105823>
- Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., & Przychodzen, J. (2016). Corporate Sustainability and Shareholder Wealth—Evidence from British Companies and Lessons from the Crisis. *Sustainability*, 8(3), 276. <https://doi.org/10.3390/su8030276>
- Gonçalves, T. C., Barros, V., & Avelar, J. V. (2023). Environmental, social and governance scores in Europe: what drives financial performance for larger firms?. *Economics and Business Letters*, 12(2), 121-131. <https://doi.org/10.17811/ebl.12.2.2023.121-131>
- Gunning, R. (1952). *The Technique of Clear Writing*. McGraw-Hill. pp. 36–37.
- Gutiérrez-Ponce, H., & Wibowo, S. A. (2024). Do sustainability practices contribute to the financial performance of banks? An analysis of banks in Southeast Asia. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1418-1432. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.2641>

- Habib, A. M., & Mourad, N. (2023). The influence of environmental, social, and governance (ESG) practices on US firms' performance: Evidence from the coronavirus crisis. *Journal of the Knowledge Economy*, 1-22. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>
- Hassan, M. K., Abu Abbas, B., & Garas, S. N. (2019). Readability, governance and performance: a test of the obfuscation hypothesis in Qatari listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(2), 270-298. <http://dx.doi.org/10.1108/CG-05-2018-0182>
- Hassan, M. K., Abu-Abbas, B., & Kamel (2022). *Tone, readability and financial risk: the case of GCC banks*. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 12(4), 716–740. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2021-0192>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/s0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/s0165-4101(01)00018-0)
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153-178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Hong, S. (2020). Corporate social responsibility and accounting conservatism. *International Journal of Economics and Business Research*, 19(1), 1-18. <http://dx.doi.org/10.1504/IJEER.2020.103883>
- Hong, Y., & Andersen, M. L. (2011). The relationship between corporate social responsibility and earnings management: An exploratory study. *Journal of Business Ethics*, 104, 461-471. <https://doi.org/10.1007/s105510110921y>
- Hu, Y., & Zhang, X. (2024, March). The impact of ESG on management tone: Empirical evidence from China. In *Forum for Economic and Financial Studies* (Vol. 2, No. 1). <https://doi.org/10.59400/feefs.v2i1.1276>
- Huang, J., Wang, D. D., & Wang, Y. (2024). Textual Attributes of Corporate Sustainability Reports and ESG Ratings. *Sustainability*, 16(21), 9270. <https://doi.org/10.3390/su16219270>
- Hummel, K., & Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure—Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of accounting and public policy*, 35(5), 455-476. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.001>
- Jones, M., & Smith, M. (2014). Traditional and alternative methods of measuring the understandability of accounting narratives. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(1), 183-208. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2013-1314>
- Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 14 No. 1, pp. 155-176. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>
- Kammler, E. L., & Alves, T. W. (2010). Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. *RAE electron*. 8 (2). <https://doi.org/10.1590/S1676-56482009000200007>
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.08.002>

- 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/accr10209>
- Krasteva-Hristova, R., Papradanova, D., & Vechev, V. (2025). Mapping the Landscape of Sustainability Reporting: A Bibliometric Analysis Across ESG, Circular Economy, and Integrated Reporting with Sectoral Perspectives. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 416. <https://doi.org/10.3390/jrfm18080416>
- Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18, 1088-1122. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1736228>
- Lee, S.-P. & Isa, M. (2023). Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 14 No. 2, pp. 295-314. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0183>
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings: a naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, Vol. 48 No. 5, pp. 1049-1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Li, F. (2011). Textual analysis of corporate disclosures: A survey of the literature. *Journal of Accounting Literature*, v. 29, p. 143–165, 2011. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1756926
- Li, W., Yan, T., Li, Y., & Yan, Z. (2023). Earnings management and CSR report tone: Evidence from China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1883–1902. <https://doi.org/10.1002/csr.2461>
- Lin, C. S., Chang, R. Y., & Dang, V. T. (2015). An integrated model to explain how corporate social responsibility affects corporate financial performance. *Sustainability*, 7(7), 8292-8311. <https://doi.org/10.3390/su7078292>
- Liang, X., & Wu, H. (2022). Does the Tone in Corporate Social Responsibility Reports Misdirect Analysts' Forecasts in China?. *Sustainability*, 14(24), 16631. <http://dx.doi.org/10.3390/su142416631>
- Lima, A. S. D., Carvalho, E. V. A. D., Paulo, E., & Girão, L. F. D. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398–418. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151711>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Measuring readability in financial disclosures. *The Journal of Finance*, 69(4), 1643–1671. <https://doi.org/10.1111/jofi.12162>
- Loughran, T. I. M., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187–1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>
- Lunawat, A., & Lunawat, D. (2022). Do environmental, social, and governance performance impact firm performance? Evidence from Indian firms. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 6(1), 133-146. <http://dx.doi.org/10.28992/ijsam.v6i1.519>
- Luo, J. H., Li, X., & Chen, H. (2018). Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of accounting research*, 11(3), 187-212. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.04.001>

- Luo, Y., Zhang, X., & Li, R. (2025). Does ESG Report Tone Influence ESG Rating Divergence? Evidence From China. *Journal of International Financial Management & Accounting*. <https://doi.org/10.1111/jifm.12245>
- Maas, K., Schaltegger, S., & Crutzen, N. (2016). Integrating corporate sustainability assessment, management accounting, control, and reporting. *Journal of cleaner production*, 136, 237-248. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.05.008>
- Maji, S. G., & Lohia, P. (2023). Environmental, social and governance (ESG) performance and firm performance in India. *Society and Business Review*, 18(1), 175-194. <https://doi.org/10.1108/SBR-06-2022-0162>
- Maji, S. G., & Lohia, P. (2024). Assessing the effect of core and expanded ESG on corporate financial performance: COVID-19's moderating role. *Journal of Indian Business Research*, 16(2), 244-264. <https://doi.org/10.1108/JIBR-07-2023-0233>
- Makridou, G., Doumpos, M., & Lemonakis, C. (2024). Relationship between ESG and corporate financial performance in the energy sector: empirical evidence from European companies. *International Journal of Energy Sector Management*, 18(4), 873-895. <https://doi.org/10.1108/ijesm-01-2023-0012>
- Manaf, K. B. A., Ishak, R., & Elham, F. (2024). ESG Reporting and Accounting Conservatism of Malaysian Firms. *PaperASIA*, 40(5b), 215-220. <https://doi.org/10.59953/paperasia.v40i5b.215>
- Martins, O. S., & de Barros, L. A. B. C. (2021). Firm informativeness, information environment, and accounting quality in emerging countries. *The International Journal of Accounting*, 56(1), 2150004. <https://doi.org/10.1142/S1094406021500049>
- Martins, T. B. F., Ghiraldelo, C. M., Nunes, M. G. V., & Oliveira, O. N., Jr. (1996). *Readability formulas applied to textbooks in brazilian portuguese* (Notas do ICMC-USP, Série Computação). Recuperado em http://www.icmc.usp.br/~biblio/Ncomp_28.pdf
- Masmoudi, S. (2024). Evaluating the Effects of ESG Reporting on Earnings Management in An Emerging Economy. *Journal of Accounting and Management Information Systems (JAMIS)*, 23(3), 507–530. <https://doi.org/10.24818/jamis.2024.03003>
- Masongweni, V. V., & Simo-Kengne, B. D. (2024). The impact of sustainable investment on firm performance in South Africa. *South African Journal of Accounting Research*, 38(2), 146-173. <https://doi.org/10.1080/10291954.2024.2306701>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Moreira, R. de L., Colauto, R. D., & Amaral, H. F. (2010). Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 21, n. 54, p. 64-84. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000300006>
- Moura, G. D. de, Ziliotto, K., & Mazzioni, S. (2016). Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(27), 17-30. <https://doi.org/10.11606/rco.v10i27.107810>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22. <https://doi.org/10.1007/s1115600553247>
- 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>
- Penman, S. H., & Zhang, X.-J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237-264. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.237>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of accounting and public policy*, 34(4), 336-361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Primacintya, V. A., & Kusuma, I. W. (2025). Environmental, social and governance (ESG) performance and earnings management: The role of gender diversity. *Asian Journal of Accounting Research*, 10(3), 294–314. <https://doi.org/10.1108/AJAR-12-2023-0414>
- Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Liu, R. (2018). A corporate social responsibility framework for accounting research. *The International Journal of Accounting*, 53(4), 274-294. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.11.002>
- Raimo, N., Vitolla, F., Minutiello, V., Marrone, A., & Tettamanzi, P. (2022). Readability of integrated reports: Evidence from worldwide adopters. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 524-534. <https://doi.org/10.1002/csr.2217>
- Rahi, A. F., Akter, R., & Johansson, J. (2021). Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial industry. *Accounting Research Journal*, 35(2), 292-314. <https://doi.org/10.1108/ARJ-12-2020-0373>
- Ren, H. (2025). Sustainable Development and Accounting Conservatism. *Journal of Corporate Accounting & Finance*. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22804>
- Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of accounting research*, 50(5), 1319-1354. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00460.x>
- Rezaee, Z., & Tuo, L. (2017). Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance. *Advances in Accounting*, 39, 47-59. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.08.001>
- Rowbottom, N., & Lymer, A. (2010). Exploring the use and users of narrative reporting in the online annual report. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(2), 90-108. <http://dx.doi.org/10.1108/09675421011069487>
- Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34(1), 17-38. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2015.02.001>
- Saha, A. K., & Khan, I. (2024). Sustainable prosperity: unravelling the Nordic nexus of ESG, financial performance, and corporate governance. *European Business Review*. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2023-0276>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, p. 91–102.

- Scholten, B., & Kang, F. C. (2013). Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Asian economies. *Corporate social responsibility and environmental management*, 20(2), 95-112. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.1286>
- Setyahuni, S. W., & Handayani, R. S. (2020). On The Value Relevance Of Information On Environmental, Social, and Governance (ESG): na evidence from Indonesia. *Journal of Critical Reviews*, Vol. 7, Issue 12. <http://dx.doi.org/10.31838/jcr.07.12.09>
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218–237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Sharawi, H. H. M., & Shahawi, M. (2024). The impact of ESG disclosure on financial reporting quality: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Survey in Fisheries Sciences*, 11(4), 98–108. <https://doi.org/10.53555/sfs.v11i4.2880>
- Shivakumar, L. (2013). The role of financial reporting in debt contracting and in stewardship. *Accounting and Business Research*, 43(4), 362-383. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785683>
- Souza, J. M. de, Fernandes, V. C. de M., Duarte, C. A. A. ., & Santos, A. S. dos . (2026). Desempenho ambiental, social and governance (ESG) e gerenciamento de resultados: evidências no mercado acionário brasileiro. *Revista Ambiente Contábil - Universidade Federal Do Rio Grande Do Norte - ISSN 2176-9036*, 18(1), 170–192. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2026v18n1ID38451>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Tohang, V., Hutagaol-Martowidjojo, Y., & Pirzada, K. (2024). Link between ESG performance and EQ. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 18(1), 187–206. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v18i1.12>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178. <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- 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/JGR0120190001>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Wang, Z., Hsieh, T. S., & Sarkis, J. (2018). CSR performance and the readability of CSR reports: too good to be true?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(1), 66-79. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.1440>
- Wang, W., Yu, Y., & Li, X. (2022). ESG performance, auditing quality, and investment efficiency: Empirical evidence from China. *Frontiers in Psychology*, 13, 948674. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.948674>
- Wahyuni, P. D., Utami, S. W., & Tanjung, J. (2024). The impact of ESG disclosure on firm value relevance: moderating effect of competitive advantage. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 12(8), 19-33. <https://doi.org/10.37745/ejafr.2013/vol12n81933>

Watts, R. L. (2003). *Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications*. 17(3), 207–221. <https://doi.org/10.2139/ssrn.414522>

Watts, R. L. (2006). What has the invisible hand achieved?. *Accounting and business research*, 36(sup1), 51-61. <https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730046>

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 131–156. <https://doi.org/10.2308/TAR-9603274032>

Yamamoto, M.M., & Salotti, B.M. (2006). *Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas.

Yoon, B., Kim, B., & Lee, J. H. (2019). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? Evidence from the Korean market. *Sustainability*, 11(15), 1-20. <https://doi.org/10.3390/su11154116>

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Resultados

O principal objetivo desta tese foi verificar a influência do tom e da legibilidade dos relatórios de sustentabilidade no desempenho organizacional e na qualidade das informações contábeis. Para tanto, foram desenvolvidos três estudos empíricos, que estão inter-relacionados entre si e se complementam.

Num primeiro momento, por meio de uma revisão sistemática da literatura, foi possível evidenciar que a relação entre divulgação ESG e desempenho é mista e depende do contexto. Em geral, há efeitos positivos, mas também aparecem impactos negativos, sobretudo em economias emergentes. Essa relação pode ser não linear, indicando que níveis excessivos de divulgação podem reduzir benefícios. Além disso, fatores institucionais, de governança e setoriais influenciam fortemente os resultados, que variam entre países e setores.

O segundo artigo investigou o tom e a legibilidade das divulgações ESG e sua relação com o desempenho organizacional. Os achados revelaram ausência de associação significativa com entre o tom das informações ESG e o desempenho das empresas, reforçando a perspectiva da Teoria da Divulgação, corroborando a Teoria da Divulgação ao indicar que as práticas de *disclosure* podem ser condicionadas pelos efeitos econômicos decorrentes da divulgação de informações positivas ou negativas. De forma semelhante, apesar da legibilidade se mostrar sensível ao nível de desempenho empresarial, indicando um possível uso estratégico da complexidade textual, ela não apresentou impactos estatisticamente significativos sobre o desempenho operacional, financeiro ou de mercado. Por fim, o terceiro artigo identificou o efeito do tom e da legibilidade das informações ESG na qualidade das informações contábeis, considerando a moderação do desempenho organizacional. Os resultados mostram que o tom apresentou relação significativa com o *value relevance*, enquanto a legibilidade não demonstrou

associação direta significativa com as métricas de qualidade da informação contábil analisadas. Em relação aos efeitos moderadores, verificou-se que a legibilidade combinada ao ROE se mostrou relevante para o *value relevance*, permanecendo insignificante nas demais estimações. Esses achados sugerem que os atributos textuais das divulgações ESG podem contribuir para a redução da assimetria informacional e para o fortalecimento da credibilidade percebida pelo mercado, especialmente quando associados a um bom desempenho organizacional, corroborando os pressupostos da Teoria da Divulgação ao evidenciar a relevância das informações divulgadas para a tomada de decisão dos *stakeholders*.

5.2 Contribuições

Esta pesquisa apresenta contribuições relevantes para a literatura acadêmica e para a prática empresarial. Em primeiro lugar, ela realiza uma revisão atualizada e abrangente dos estudos sobre a relação entre ESG e desempenho organizacional, contemplando não apenas as relações diretas, mas também o papel de variáveis moderadoras e mediadoras, além de evidências setoriais específicas. Esse esforço amplia a compreensão do estado da arte e sistematiza diferentes abordagens teóricas e empíricas sobre o tema.

Em segundo lugar, o estudo avança no contexto nacional pois é o primeiro a testar o tom e a legibilidade das divulgações ESG em relação ao desempenho organizacional das empresas. Ao considerar não apenas a presença ou a quantidade de informações ESG, mas também seus atributos textuais, a pesquisa amplia a perspectiva metodológica e teórica da literatura, mostrando que a forma de comunicação é tão relevante quanto o conteúdo divulgado. Essa abordagem permite compreender de maneira mais refinada como narrativas mais positivas ou textos mais acessíveis podem influenciar o desempenho operacional, financeiro e de mercado das organizações.

Em terceiro lugar, a pesquisa contribui ao ampliar as evidências empíricas sobre a relação entre os atributos textuais das informações ESG e a qualidade da informação contábil, mensurada por meio do *value relevance*, do gerenciamento de resultados por *accruals* e do conservadorismo condicional. Além disso, se introduziu o desempenho organizacional (ROA, ROE e Q de Tobin) como variável moderadora da relação entre tom, legibilidade e qualidade da informação contábil, enriquecendo o entendimento dos mecanismos que conectam comunicação corporativa, desempenho e qualidade informacional.

Do ponto de vista prático, os resultados oferecem subsídios importantes para empresas ao indicar como o tom e a legibilidade das divulgações ESG podem impactar tanto o desempenho organizacional quanto a qualidade das informações contábeis. Essas evidências

podem orientar a elaboração de relatórios de sustentabilidade mais claros, estratégicos e eficazes na transmissão de valor aos *stakeholders*. Sob a ótica do mercado, o estudo contribui ao aprofundar a compreensão das relações entre as divulgações ESG e a qualidade da informação contábil, fornecendo aos investidores, analistas, gestores e reguladores elementos adicionais para a avaliação de risco, credibilidade corporativa e desempenho das empresas. Assim, a pesquisa fortalece o diálogo entre teoria e prática ao demonstrar que a comunicação das informações ESG exerce papel central na formação das percepções do mercado e no processo de tomada de decisão.

5.3 Limitações e recomendações para pesquisas futuras

Este estudo possui algumas limitações. Em primeiro lugar, a adoção do índice de legibilidade Flesch, que apesar de consolidado na literatura, ele foi originalmente desenvolvido para a língua inglesa. Outra limitação refere-se à utilização de um dicionário desenvolvido em inglês e traduzido para a língua portuguesa para mensurar o tom, podendo ocasionar pequenas perdas semânticas. Contudo, por se tratar de um instrumento desenvolvido especificamente para o contexto de sustentabilidade, sua aplicação mostrou-se adequada aos objetivos da pesquisa. Finalmente, apesar das críticas existentes às métricas de desempenho adotadas, foram utilizados três indicadores distintos, o que contribui para maior robustez dos resultados.

O estudo pode ser ampliado de diversas formas: (i) sugere-se a integração de técnicas automatizadas de análise textual com métodos qualitativos, como entrevistas e estudos de caso, de modo a aprofundar a compreensão dos efeitos dessas informações sobre a percepção de risco e a confiança no mercado; (ii) recomenda-se a utilização de outras métricas de qualidade da informação contábil, como a persistência dos lucros, capazes de captar dimensões adicionais de relevância e confiabilidade; (iii) propõe-se a inclusão de variáveis mediadoras e moderadoras para testar a existência e a intensidade dos mecanismos pelos quais o tom e a legibilidade das divulgações ESG afetam a tomada de decisão dos *stakeholders*.

REFERÊNCIAS

- Albitar, K., Abdoush, T., & Hussainey1, K. (2022). Do Corporate Governance Mechanisms and ESG Disclosure Drive CSR Narrative Tones? *International Journal of Finance & Economics*, 1–15. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2625>
- Antolín-López, R., & Ortiz de Mandojana, N. (2023). *Measuring and disclosing Environmental, Social and Governance (ESG) information and performance*. Publications Office of the European Union, Luxembourg. <https://dx.doi.org/10.2760/864272>
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027–1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>

- Bacha, S., & Ajina, A. (2020). CSR performance and annual report readability: evidence from France. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(2), 201-215. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0060>
- Borges Júnior, D. M., & Malaquias, R. F. (2022). O tom da divulgação importa? Uma análise dos efeitos do tom do disclosure de RSC no desempenho das firmas. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 19(53), 03–20. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e84552>
- Caglio, A., Melloni, G., & Perego, P. (2019). Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting. *European Accounting Review*. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486>
- Costa Filho, F. C. da. (2023). *Legibilidade dos relatórios de sustentabilidade: Análise da influência da governança corporativa e da complexidade organizacional* (tese). Universidade Federal do Ceará, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria.
- Cucari, N., Esposito De Falco, S., & Orlando, B. (2018). Diversity of board of directors and environmental social governance: evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 250–266. <https://doi.org/10.1002/csr.1452>
- Dalcerro, K., Meurer, S., Ferreira, D. D. M., & Paulo, E. (2025). The role of environmental, social, and governance (ESG) in accounting conservatism: Evidence from Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 36(98), e2049. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20242049.en>
- Darnall, N., Ji, H., Iwata, K., & Arimura, T. H. (2022). Do ESG reporting guidelines and verifications enhance firms' information disclosure?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1214-1230. <https://doi.org/10.1002/csr.2265>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Du, S., & Yu, K. (2021). Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and tone. *Journal of Business Ethics*, Springer, vol. 172(2), pages 253-274. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 123-145. <https://doi.org/10.2307/2490910>
- Eccles, R. G., Lee, L. E., & Strohle, J. C. (2020). The social origins of ESG: An analysis of Innovest and KLD. *Organization & Environment*, 33(4), 575-596. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3318225>
- Elzahar, H., Hussainey, K., Mazzi, F., & Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, 39, 96-112. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.005>
- Enslin, Z., Du Toit, E., & Puane, M. F. (2023). The readability and narrative tone of risk and risk management disclosures for South African listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. <http://dx.doi.org/10.1108/JAEE-09-2022-0276>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: the moderating role of disclosure. *Glob. Financ. J.* 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L., & ElAlfy, A. (2020). ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. *J. Sustain. Financ. Invest.* 0 (0), 1–7. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>

- 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 (JAFEB)*, 8(9), 189-199. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no9.0189>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global sustainable investment review 2020*. GSIA. <https://www.gsi-alliance.org>
- Henriksson, R., Livnat, J., Pfeifer, P., & Stumpp, M. (2019). Integrating ESG in portfolio construction. *J. Portf. Manag.* 45 (4), 67–81. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.4.067>
- Hong, S. (2020). Corporate social responsibility and accounting conservatism. *International Journal of Economics and Business Research*, 19(1), 1-18. <http://dx.doi.org/10.1504/IJEER.2020.103883>
- Hu, Y., & Zhang, X. (2024, April). The impact of ESG on management tone: Empirical evidence from China. In *Forum for Economic and Financial Studies* (Vol. 2, No. 1, pp. 1276-1276). <https://doi.org/10.3390/su16062571>
- Ignatov, K. (2023). When ESG talks: ESG tone of 10-K reports and its significance to stock markets. *International Review of Financial Analysis* 89, 102745. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102745>
- Lima, A. S. D., Carvalho, E. V. A. D., Paulo, E., & Girão, L. F. D. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398–418. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151711>
- Martins, O. S., & de Barros, L. A. B. C. (2021). Firm informativeness, information environment, and accounting quality in emerging countries. *The International Journal of Accounting*, 56(1), 2150004. <https://doi.org/10.1142/S1094406021500049>
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. *Journal of accounting literature*, 27, 116-196. <https://ssrn.com/abstract=1089447>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Moura, G. D. de, Ziliotto, K., & Mazzioni, S. (2016). Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(27), 17-30. <https://doi.org/10.11606/rco.v10i27.107810>
- Nekhili, M., Boukadhba, A., & Nagati, H. (2021). The ESG–financial performance relationship: Does the type of employee board representation matter?. *Corporate Governance: An International Review*, 29(2), 134-161. <https://doi.org/10.1111/corg.12345>
- 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>
- Raimo, N., Vitolla, F., Minutiello, V., Marrone, A., & Tettamanzi, P. (2022). Readability of integrated reports: Evidence from worldwide adopters. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 524-534. <https://doi.org/10.1002/csr.2217>
- Rolim, M. V. (2024). *Conteúdo emocional do relato integrado e desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG* (tese). Universidade Federal de Uberlândia-UFU, Uberlândia/MG, Brasil. <https://doi.org/10.14393/ufu.te.2024.661>

- Setyahuni, S. W., & Handayani, R. S. (2020). On The Value Relevance Of Information On Environmental, Social, and Governance (ESG): na evidence from Indonesia. *Journal of Critical Reviews*, Vol. 7, Issue 12. <http://dx.doi.org/10.31838/jcr.07.12.09>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, Article 102144 <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Shaw, T. S., Raithatha, M., Krishnan, G. V., & Cordeiro, J. J. (2021). Did mandatory CSR compliance impact accounting Conservatism? Evidence from the Indian Companies Act 2013. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(3), 100280. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2021.100280>
- Torre, M. La, Mango, F., Cafaro, A., & Leo, S. (2020). Does the ESG index affect stock return? Evidence from the Eurostoxx50. *Sustainability* 12 (16). <https://doi.org/10.3390/su12166387>
- UN Global Compact (2004). Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. http://www.unglobalcompact.org/docs/news_events/8.1/WhoCaresWins
- 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>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Wan, G., Dawod, A.Y., Chanaim, S., Ramasamy, S.S. (2023). Hotspots and trends of environmental, social and governance (ESG) research: a bibliometric analysis. *Data Science and Management*, Volume 6, Issue 2, Pages 65-75. <https://doi.org/10.1016/j.dsm.2023.03.001>
- Wong, J. B., & Zhang, Q. (2022). Stock market reactions to adverse ESG disclosure viamedia channels. *The British Accounting Review*, 54(1), Article 101045. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101045>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635. <https://doi.org/10.3390/su10103635>

Apêndice A
Artigos da Revisão Sistemática

Tabela D1. Visão geral dos Artigos da Revisão Sistemática

Autores	Objetivo	Teoria	Países da Amostra	Moderadores/ Mediadores	Principais Resultados	Classificação ABS
Painel A: Relação entre ESG e desempenho						
Nollet et al. (2016)	Examinar a relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro corporativo	Não mencionado	Estados Unidos	N/A	Nenhuma relação no modelo linear e nos modelos não lineares foi encontrada relação em forma de U	2
Velte (2017)	Avaliar o impacto do ESG total e dividido em cada componente no desempenho financeiro	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Alemanha	N/A	O desempenho ESG melhora o ROA, mas não afeta o Q de Tobin. O desempenho da governança tem maior impacto no desempenho financeiro, superando os desempenhos ambiental e social	1
Aboud e Diab (2018)	Examinar o impacto da divulgação de práticas ESG e do valor da empresa	Não mencionado	Egito	N/A	Há associação positiva entre as classificações mais elevadas das empresas no índice ESG e o valor da empresa, medido pelo Q de Tobin	2
Aboud e Diab (2019)	Examinar o impacto ESG no mercado e no desempenho financeiro	Não mencionado	Egito	N/A	Empresas com altas classificações ESG têm melhor desempenho financeiro e de mercado. A influência das classificações ESG no desempenho financeiro é mais evidente após as revoluções	2
Brogi e Lagasio (2019)	Investigar a associação entre a divulgação ESG e a lucratividade das empresas, medida pelo ROA	Não mencionado	Estados Unidos	N/A	Foi identificado associação positiva entre ESG e ROA. O componente ambiental da amostra bancária está positivamente associado ao desempenho dos bancos	1
Minutolo et al. (2019)	Verificar se a pontuação ESG resulta em aumento do	Teoria da Legitimidade e	Estados Unidos	N/A	ESG tem um efeito positivo sobre o Q de Tobin e o ROA. A análise por quartis	3

	desempenho medido pelo Q de Tobin e ROA	Teoria dos <i>Stakeholders</i>			mostra que ESG influencia o Q de Tobin nas maiores empresas por vendas e, nas pequenas empresas, o Q de Tobin e o ROA influenciam por capitalização	
Cek e Eyupoglu (2020)	Avaliar a influência do desempenho ESG no desempenho econômico	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Estados Unidos	N/A	O modelo ESG geral e o desempenho social e de governança afetam o desempenho econômico	2
Garcia e Orsato (2020)	Investigar a relação entre ESG e desempenho financeiro em países emergentes e desenvolvidos	Teoria Institucional	Países desenvolvidos e emergentes	N/A	A relação é positiva entre ESG e desempenho financeiro em países desenvolvidos, mas não em países emergentes	3
Bruna et al. (2022)	Explorar o impacto do desempenho ESG no desempenho financeiro	Não mencionado	Europa	N/A	O desempenho ESG impacta positivamente o desempenho financeiro quando há um regime obrigatório de divulgação extrafinanceira	2
Kumar e Firoz (2022)	Avaliar o impacto das práticas de divulgação ESG no desempenho financeiro	Não mencionado	Índia	N/A	A relação é positiva entre divulgações ESG e desempenho financeiro	1
Shaikh (2022)	Explicar a relação entre divulgações de sustentabilidade e desempenho financeiro	Teoria Institucional, Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Legitimidade	Diversos países	N/A	A adoção de ESG tem impacto negativo no ROA, ROE e na avaliação de mercado	2
Nguyen et al. (2022)	Investigar o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro	Teoria da Maximização do Valor para os Acionistas e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Estados Unidos	N/A	Melhores práticas ESG melhoram o desempenho financeiro das empresas, medido pelo ROA, ROE e Q de Tobin	1
Tahmid et al. (2022)	Determinar o impacto das iniciativas ESG no valor e desempenho da empresa	Não mencionado	União Europeia	N/A	Iniciativas ESG têm impacto positivo no valor e desempenho, com maior ênfase em responsabilidades sociais, seguidas por iniciativas ambientais e de governança	1
Chininga et al. (2023)	Examinar o efeito das pontuações ESG e suas	Não mencionado	África do Sul	N/A	Investimento em ESG melhora indicadores de desempenho financeiro,	2

	dimensões (ambiental, social e governança) no desempenho financeiro				contábeis e de mercado. As iniciativas ambientais melhoram os resultados financeiros e de mercado, enquanto as práticas sociais e de governança não têm efeito no desempenho contábil e de mercado	
Chung et al. (2023)	Investigar o impacto da divulgação ESG no desempenho financeiro sob um regime de divulgação obrigatória	Não mencionado	China	N/A	A associação é positiva entre o nível total de divulgação ESG e o desempenho financeiro nos principais testes. As subpontuações ambientais e sociais são significativas quando o ROA é usado como uma variável dependente	2
Firmansyah et al. (2023)	Investigar a influência das divulgações ESG no desempenho	Não mencionado	Arábia Saudita	N/A	ESG reduziu o Q de Tobin. A divulgação ambiental tem associação positiva com o ROE. A divulgação social tem um Q de Tobin reduzido. A divulgação de governança melhorou o Q de Tobin e reduziu o ROE	1
Gonçalves et al. (2023)	Investigar a associação entre o desempenho financeiro das empresas e o seu desempenho em sustentabilidade, medido pelo Q de Tobin, com foco nos pilares ESG individuais	Teoria da Legitimidade	Diversos países da Europa	N/A	A relação é positiva entre o ESG das empresas e o desempenho financeiro, embora de maior magnitude para o componente social	1
Habib e Mourad (2023)	Explorar a influência das práticas ESG e da crise do coronavírus no desempenho das empresas	Teoria Institucional, Teoria da Legitimidade e Teoria dos Stakeholders	Estados Unidos	N/A	Práticas ESG intensificadas melhoram o desempenho. A crise do coronavírus afetou negativamente o desempenho financeiro	1
Lee e Isa (2023)	Examinar o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro das empresas malaias que cumprem a Shariah	Teoria dos Stakeholders	Malásia	N/A	A relação é positiva entre as práticas ESG e o desempenho financeiro. A dupla triagem ESG-Shariah pode melhorar a relação ESG com o desempenho	1
Pu (2023)	Avaliar as relações não lineares entre as atividades ESG e o	Não mencionado	China	N/A	Os resultados indicam que as atividades ESG impactam positivamente o	1

	desempenho da empresa em um mercado emergente				desempenho das empresas até um determinado ponto. Após esse limite, começam a ter um efeito negativo, revelando uma relação em forma de U invertido	
Sinha Ray e Goel (2023)	Investigar o impacto da pontuação ESG nas variáveis financeiras de desempenho	Não mencionado	Índia	N/A	A associação é positiva entre a pontuação ESG e o desempenho financeiro da empresa, porém com defasagens temporais	2
Agarwala, et al. (2024)	Explorar a associação entre a divulgação ESG e o desempenho operacional, financeiro e de mercado	Não mencionado	Índia	N/A	Os resultados lineares indicaram que as divulgações ESG impactam o desempenho de mercado. Os não lineares indicaram uma associação em forma de U entre a pontuação ESG total e o desempenho do mercado. Os componentes sociais e de governança possuem uma relação linear positiva com todos os indicadores de desempenho. O componente ambiental tem uma relação em forma de U com o desempenho do mercado	1
Cheng et al. (2024)	Investigar os impactos da divulgação de informações relacionadas a ESG no valor da empresa e testar a relação entre as pontuações ESG e o valor da empresa	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Sinalização	China	N/A	Informações ESG aumentam o valor da empresa e esta relação intensificou-se após a pandemia. A influência das pontuações ESG no valor da empresa só se confirmou após a pandemia. A pontuação ambiental impacta o valor da empresa, mas não as categorias sociais e de governança	1
Maji e Lohia (2023)	Investigar o impacto do desempenho ambiental, social e de governança (ESG) no desempenho	Não mencionado	Índia	N/A	Empresas indianas se concentram muito mais na governança e nos parâmetros sociais do que nos ambientais. O desempenho ESG e seus componentes estão positivamente associados ao desempenho da empresa	2

Masongweni e Simo-Kengne (2024)	Investigar a influência das pontuações ESG no desempenho financeiro das empresas na em todos os setores	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria do <i>Trade off</i>	África do Sul	N/A	A pontuação ESG total não afeta o desempenho financeiro. As pontuações dos pilares sociais e de governança mostram uma associação positiva com o desempenho, enquanto as pontuações ambientais têm um efeito limitado	1
Saha e Khan (2024)	Investigar a interação entre os fatores ESG, o desempenho financeiro e o cenário distinto de governança corporativa da região nórdica	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Suécia, Noruega, Dinamarca, Finlândia e Islândia	N/A	ESG impacta na lucratividade (ROA, ROE e margem de lucro líquida) das empresas	2
Treepongkaruna e Suttipun (2024)	Examinar o impacto dos relatórios ESG na rentabilidade corporativa das empresas	Teoria da Legitimidade, Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Sinalização	Tailândia	N/A	Há impacto positivo dos relatórios ESG na rentabilidade corporativa	1
Veeravel et al. (2024)	Investigar os efeitos das pontuações de divulgação ESG no desempenho financeiro	Não mencionado	Índia	N/A	As divulgações ESG influenciam positivamente o desempenho da empresa. Quanto mais elevados de divulgações ESG estão associados a melhor desempenho do mercado (Q de Tobin), e a menor rentabilidade (ROA)	1

Painel B: Relação ESG e Desempenho por meio de Moderadores ou Mediadores

Albitar et al. (2020)	Examinar o efeito da divulgação ESG no desempenho empresarial antes e depois do relato integrado e explorar o efeito moderador de mecanismos de governança	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria Baseada em Recursos	Reino Unido	Relato integrado e mecanismos de governança	A relação é positiva entre ESG e desempenho empresarial antes e depois do relato integrado. Os mecanismos de governança moderam positivamente a relação	2
Velte (2020)	Analisar a influência do poder do CEO na relação entre ESG e desempenho financeiro	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria do Alto Escalão	Alemanha	Poder do CEO	ESG impacta positivamente o desempenho financeiro. A ligação é mais pronunciada pelo poder do CEO	1
Ahmad et al. (2021)	Reexaminar o impacto do ESG no desempenho financeiro das	Não mencionado	Reino Unido	Tamanho da empresa	O ESG total melhora o valor de mercado e o lucro por ação das empresas, mas os	1

	empresas do Reino Unido e investigar o papel do tamanho da empresa como moderador na relação entre ESG e desempenho financeiro da empresa.				efeitos variam com as dimensões do ESG e o tamanho da empresa	
Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021)	Examinar a associação entre desempenho financeiro e as pontuações ESG em multinacionais latino-americanas e investigar nesta relação o efeito moderador da folga financeira e da diversificação geográfica internacional	Teoria Baseadas em Recursos e Teoria Institucional	Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru	Folga financeira e diversificação geográfica internacional	Relação negativa entre pontuação ESG e desempenho financeiro. As variáveis moderadoras invertem a relação encontrada	3
Nekhili et al. (2021)	Examinar o impacto da representação do sindicato e representação do conselho de acionistas empregados na relação desempenho ESG e valor de mercado, e o papel moderador de cada tipo de representação nessa relação	Não mencionado	França	Representação do sindicato e representação do conselho de acionistas empregados	Empresas com representação de acionistas empregados no conselho têm melhor desempenho ESG, especialmente em áreas ambientais e de governança. Os representantes do sindicato melhoram o desempenho social	3
Rahi et al. (2021)	Explorar o impacto das práticas de sustentabilidade no desempenho financeiro da indústria financeira nórdica e o tamanho da empresa como moderador	Teoria da Agência e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Suécia, Dinamarca, Finlândia e Noruega,	Tamanho da empresa	A relação é negativa entre práticas ESG e desempenho financeiro. A interação entre ESG e tamanho da empresa têm associação positiva com Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) e ROE, mas negativa com o lucro por ação	2
Chen e Xie (2022)	Identificar o efeito da divulgação ambiental, social e de governança (ESG) no desempenho financeiro corporativo	Não mencionado	China	Índices de Investidores ESG	A divulgação ESG tem um efeito favorável no desempenho financeiro das empresas. Os índices de investidores ESG moderam positivamente a relação	3
Hamdi et al. (2022)	Estudar o efeito do desempenho financeiro na pontuação ESG, bem como a incerteza da política econômica, incerteza do preço do petróleo e nível de	Não mencionado	Estados Unidos	Incerteza da política econômica, incerteza do preço do petróleo	A relação é positiva entre desempenho financeiro e ESG. Em períodos de alta incerteza e alavancagem, o impacto do desempenho financeiro das empresas	1

	alavancagem como moderadores dessa relação			e nível de alavancagem	sobre o ESG varia conforme os três componentes do ESG	
Kumar et al. (2022)	Testar a ligação curvilínea entre o desempenho da responsabilidade social corporativa e suas práticas de divulgação e o desempenho financeiro corporativo, e examinar o lucro como moderador desta relação	Teoria da Sinalização	Diversos países	Lucro	Há uma relação em forma de U invertido entre desempenho financeiro corporativo e responsabilidade social corporativa, bem como com os atributos ambientais e sociais. O lucro se mostrou um moderador significativo na explicação da relação curvilínea	3
Zhou et al. (2022)	Analisar a relação entre o desempenho ESG, o desempenho financeiro e o valor de mercado da empresa, considerando o desempenho financeiro como uma variável mediadora	Não mencionado	China	Desempenho financeiro, dividido em: índice de rentabilidade, capacidade operacional e capacidade de crescimento	O desempenho ESG melhora a capacidade operacional e o valor de mercado das empresas, mas não afeta a rentabilidade ou crescimento. A melhoria do desempenho ESG das empresas pode aumentar seu valor de mercado, com o desempenho financeiro exercendo efeito mediador	3
Boulhaga et al. (2023)	Examinar como deficiências de controle interno (DCI) afetam a relação entre ESG e desempenho de empresas	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	França	Qualidade do controle Interno	DCI e ESG têm influência positiva no desempenho. DCI modera negativamente a relação entre ESG e desempenho	1
DasGupta e Roy (2023a)	Examinar se as dimensões da cultura nacional moderam o desempenho ESG de empresas internacionais para fortalecer ou enfraquecer o seu desempenho financeiro	Não mencionado	Diversos países	Dimensões da cultura nacional	Distância do poder, individualismo, masculinidade, aversão da incerteza, orientação a longo prazo e a cultura nacional indulgente moderam o desempenho ESG de uma empresa para fortalecer o desempenho financeiro	1
DasGupta e Roy (2023b)	Examinar se a origem jurídica do país, direitos de proteção dos investidores, cultura nacional e nível de corrupção medeiam a relação entre desempenho ESG e desempenho financeiro	Não mencionado	Diversos países	Sistema jurídico, Direitos de proteção dos investidores, Cultura nacional	Empresas em países de direito consuetudinário, com alta corrupção e cultura focada em ESG têm melhor desempenho ESG e financeiro. Fortes direitos de proteção aos investidores medeiam negativamente a relação, e	3

				e Nível de corrupção	status econômico é relevante apenas para economias emergentes	
Elmghaamez et al. (2023)	Examinar o impacto dos índices do comitê do conselho na relação entre a divulgação ESG e as medidas de desempenho baseadas na contabilidade e no mercado	Teoria da Agência, dos <i>Stakeholders</i> e Teoria Baseada em Recursos	Diversos países	Quatro comitês permanentes do conselho (auditoria, remuneração, nomeação e sustentabilidade)	ESG melhora o desempenho contábil das multinacionais, mas é negativamente afetado pelos comitês de auditoria e sustentabilidade. O desempenho de mercado e ESG é positivamente influenciado pelos índices de remuneração e nomeação, com variações dependendo do tamanho das empresas	3
Jung e Yoo (2023)	Explorar a influência das atividades ESG no desempenho empresarial e como o mercado competitivo modera essa relação	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria do <i>Trade off</i>	Diversos países	Vantagem competitiva	A relação é não linear (em forma de U) entre ESG e capitalização de mercado. A relação é positiva com margem de lucro e ROA. O número de concorrentes modera negativamente as relações	1
Rahman et al. (2023)	Examinar o impacto do ESG no desempenho (ROA e Q de Tobin) com a moderação da estratégia de sustentabilidade e do compromisso da alta administração	Teoria da Legitimidade e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Paquistão	Estratégia de sustentabilidade e compromisso da alta administração	ESG impacta positivamente o ROA e o Q de Tobin. A estratégia de sustentabilidade e o compromisso da alta administração moderam a relação ESG e suas dimensões com o ROA e o Q de Tobin.	1
Shin et al. (2023)	Investigar o papel moderador da cultura de um país na relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro	Teoria da Legitimidade	Diversos países	Dimensões culturais de Hofstede	Em sociedades individualistas e masculinas, há relação mais forte entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro	3
Singh et al. (2023)	Explorar a relação entre a pontuação de divulgação ESG e o desempenho financeiro e a moderação da folga financeira na relação	Teoria da Agência e Teoria dos Recursos Ociosos	Índia	Folga financeira	Relação negativa entre ESG e desempenho financeiro. A folga financeira não garante o comportamento responsável de uma empresa	1
Wasiuzzaman et al. (2023)	Analisar até que ponto a cultura pode afetar a relação entre a divulgação ESG e o desempenho das empresas no setor energético	Não mencionado	Diversos países	Dimensões culturais de Hofstede	A divulgação ESG tem um impacto negativo na rentabilidade das empresas de energia. Apenas as dimensões culturais de distância de poder e orientação de longo prazo moderam a relação	1

Maji e Lohia (2024)	Investigar a influência da divulgação ESG no desempenho financeiro, levando em consideração o efeito moderador da pandemia de Covid-19	Não mencionado	Índia	Covid-19	A divulgação de métricas ESG, especialmente sociais e de governança, melhoram o desempenho de mercado, enquanto a transparência ambiental prejudica o desempenho contábil e apenas a governança adiciona valor de mercado. Foi identificado impacto significativo da pandemia na relação entre divulgação ESG e desempenho financeiro	1
Malik e Kashiramka (2024)	Investigar a força da associação entre as pontuações de divulgação ESG e o desempenho financeiro, considerando a COVID-19 como variável moderadora	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Índia	Covid-19	Organizações com melhor desempenho ESG superam financeiramente os seus pares do setor e são mais valorizadas pelo mercado, mas não é o caso para todos os setores e nem durante a pandemia de Covid-19	1
Rohendi et al. (2024)	Analisar a relação entre a divulgação ESG e o valor da empresa, utilizando a vantagem competitiva como variável mediadora	Teoria da sinalização e Teoria Baseada em Recursos	Indonésia	Vantagem competitiva	A divulgação ESG não afetou o valor da empresa. Com a variável mediadora, os resultados mostraram uma direção positiva para o valor da empresa	1
Wu et al. (2024)	Examinar o impacto ESG no desempenho financeiro da empresa, com foco no papel moderador da diversidade na sala de reuniões	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Categorização social	China	Índice de gênero, experiência no exterior, formação, função, idade e afiliações	Há um impacto positivo entre ESG e suas dimensões no desempenho da empresa. Diversas perspectivas na sala de reuniões tem impacto negativo na relação entre ESG e desempenho financeiro	2
Painel C: Relação ESG e Desempenho em Setores Específicos						
Buallay (2019)	Investigar a relação entre os relatórios de sustentabilidade e o desempenho financeiro, operacional e de mercado para determinar quando os relatórios de sustentabilidade beneficiam uma empresa e quando acrescentam custos	Teorias da Legitimidade e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Diversos países	N/A	ESG afeta positivamente o desempenho do mercado e afeta negativamente o desempenho financeiro e operacional	2

Buallay (2020)	Comparar o nível de ESG nos bancos listados em países desenvolvidos e em desenvolvimento e investigar a relação entre relatórios sustentáveis e desempenho	Teoria da Legitimidade e Teoriados <i>Stakeholders</i>	Diversos países	N/A	Em países desenvolvidos, o ESG melhora o desempenho de mercado dos bancos, mas reduz o desempenho financeiro. Em países em desenvolvimento, fortalece o desempenho financeiro, sem impacto significativo no mercado	1
Buallay et al. (2020a)	Investigar a relação entre ESG e desempenho operacional, financeiro e de mercado de bancos na região MENA	Teoria dos <i>Stakeholders</i> , Teoria da Legitimidade, Teoria Econômica Neoclássica e Teoria da Agência	Países emergentes na região do Oriente Médio e Norte da África (MENA)	N/A	Os resultados empíricos demonstram um impacto positivo da divulgação ESG no desempenho e nos benefícios econômicos para os acionistas	1
Buallay et al. (2020b)	Comparar os setores de manufatura e bancário quanto ao nível de relatórios ESG e seu impacto no desempenho operacional, financeiro e de mercado	Teoria da Legitimidade e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Diversos países	N/A	ESG tem impacto positivo no desempenho operacional, financeiro e de mercado do setor manufatureiro e negativo no setor bancário	1
Al Hawaj e Buallay (2022)	Investigar o impacto dos relatórios de sustentabilidade no desempenho das empresas dos setores indústria transformadora, bancos e serviços financeiros, varejo, telecomunicações e tecnologia da informação e turismo	Teoria da Agência, Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Economia Política	Diversos países	N/A	Há diferenças no impacto dos relatórios de sustentabilidade (ESG) no desempenho operacional (ROA), no desempenho financeiro (ROE) e no desempenho de mercado (QT) entre os sete setores	1
Bodhanwala e Bodhanwala (2022)	Examinar os efeitos das dimensões agregadas e individuais de sustentabilidade no desempenho financeiro e de mercado das empresas de três setores relacionados ao turismo (transporte, hotelaria e lazer)	Teoria da Agência e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Diversos países	N/A	ESG e os seus três componentes afetam de forma diferente as duas medidas de desempenho de rentabilidade e o valor de mercado em diferentes setores relacionados ao turismo. ESG e todos os seus componentes têm efeito negativo	1

					no Q de Tobin nos setores de transportes e hotelaria	
Buallay (2022b)	Investigar a relação entre o nível de relatório de sustentabilidade e o desempenho operacional, financeiro e de mercado da indústria alimentar	Não mencionado	Diversos países	N/A	A relação é confirmada entre ESG e desempenho financeiro, mas não entre ESG e desempenho operacional e desempenho de mercado	1
Buallay (2022c)	Investigar a relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho operacional, financeiro e de mercado de sete setores (agricultura e indústria alimentar, energia, indústria transformadora, bancos e serviços financeiros, varejo, telecomunicações e informação, tecnologia e informação, tecnologia e turismo)	Não mencionado	Países do Oriente Médio e do Norte da África (MENA)	N/A	Há diferenças no impacto dos relatórios de sustentabilidade (ESG) no desempenho operacional (ROA), desempenho financeiro (ROE) e desempenho de mercado (Q de Tobin) entre os setores da região MENA	1
Buallay et al. (2022)	Investigar a relação entre o nível de relatório de sustentabilidade e o desempenho operacional, financeiro e de mercado do setor turístico	Teoria da Agência, Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria da Economia Política	Diversos países	N/A	Relação entre ESG e desempenho operacional e desempenho de mercado, mas não entre ESG e desempenho financeiro. A relação entre o desempenho de sustentabilidade e a rentabilidade e avaliação da empresa não é linear (formato de U invertido)	2
Wu e Chang (2022)	Investigar a relação não linear entre aspectos ESG e valor das empresas de alta tecnologia	Não mencionado	Taiwan	N/A	Há uma relação não linear côncavo-convexa entre ESG e valor da empresa. O nexa entre os pilares ambiental e social e o valor da empresa é côncavo-convexo, enquanto o pilar da	1

					governança não tem efeito significativo sobre o valor da empresa	
Sandberg et al. (2023)	Investigar como as classificações ESG impactam o desempenho financeiro na indústria alimentar europeia	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Empresas europeias	N/A	Classificações ESG mais elevadas estão associadas a melhor desempenho financeiro	3
Azmi et al. (2021)	Examinar se a atividade ESG dos bancos nos mercados emergentes afeta o valor dos bancos	Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria do <i>Trade of</i>	Diversos países emergentes	N/A	Os baixos níveis de atividade ESG têm um impacto positivo no valor do banco	3
Alhawaj et al. (2023)	Investigar a relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho no setor energético em economias desenvolvidas e emergentes	Não mencionado	Diversos países	N/A	ESG tem uma relação positiva com o desempenho operacional, mas não com o desempenho financeiro e de mercado. A relação ESG e desempenho operacional é mais forte em economias emergentes	1
Buallay (2024)	Investigar a relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho operacional, financeiro e de mercado no setor de TI (tecnologia da informação), comparando com outros setores	Teoria da Agência e Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Diversos países	N/A	ESG tem um impacto negativo no desempenho de mercado do setor de TI. Os resultados do ROA e ROE são semelhantes aos setores de agricultura, alimentos e energia e o desempenho de mercado é semelhante ao setor de bancos e serviços financeiros	1
El Khoury et al. (2023)	Investigar o impacto das questões ESG no desempenho dos bancos	Não mencionado	Oriente Médio, Norte da África e Turquia (MENAT)	N/A	Relação não linear entre ESG e desempenho dos bancos. Os investimentos incrementais em ESG continuam a ser benéficos até atingir um ponto de inflexão. As variáveis de desenvolvimento financeiro são significativas, enquanto os pilares ESG seguem padrões diferentes	1
Kalia e Aggarwal (2023)	Investigar o efeito do total e de cada componente individual da pontuação ESG no desempenho financeiro de empresas de saúde	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Diversos países	N/A	As atividades ESG impactam positivamente o desempenho das empresas de saúde nas economias desenvolvidas, mas a relação é negativa	1

					ou insignificante nas economias em desenvolvimento	
Zahid et al. (2023)	Examinar o impacto das práticas ESG no desempenho financeiro do setor bancário do Paquistão durante os períodos pré e Covid-19	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Paquistão	N/A	Há relação nas divulgações ESG do setor bancário do Paquistão, com aumento das práticas ESG após a pandemia de Covid-19	1
Gutiérrez-Ponce e Wibowo (2024)	Analisar a relação entre ESG e desempenho financeiro em bancos de países emergentes do Sudeste Asiático	Teoria dos <i>Stakeholders</i>	Indonésia, Malásia, Singapura, Tailândia e Filipinas	N/A	ESG tem um efeito negativo em todas as medidas de desempenho financeiro (ROA, ROE e Q de Tobin)	1
Makridou et al. (2024)	Investigar o efeito ESG (total e individual) na lucratividade das empresas de energia por meio do ROA	Não mencionado	Europa	N/A	A rentabilidade das empresas de energia é marginal e negativamente afetada pelo seu desempenho ESG. A responsabilidade ambiental tem um efeito negativo mas não há associação das responsabilidades sociais e de governança corporativa com o desempenho financeiro	1

Legenda: N/A = não se aplica.

Fonte: elaborada pela autora, 2026.

Apêndice B

Lista de palavras positivas, negativas e neutras, baseada no trabalho de Baier et al. (2020)

Lista de palavras positivas

alinhar, alinhado, alinhando, alinhamento, alinha, cultura, compliance, conformidade, governança, benefícios, ético, eticamente, ética, honestidade, integridade, sustentável, apresentação, apresentações, aprovação, aprovações, aprovar, aprovado, aprova, aprovando, auditoria, auditado, auditando, auditor, auditores, auditorias, avaliar, avaliado, avalia, avaliando, avaliação, avaliações, exame, exames, examinar, examinado, examina, examinando, supervisionar, supervisionando, supervisiona, supervisão, revisar, revisado, revisando, revisões, testar, testado, testando, testes, liderança, nomeação, nomeações, indicado, indicados, perspectiva, qualificações, valorização, prêmio, premiado, premiação, prêmios, bônus, pagamento, pagamentos, pensão, recuperação, remuneração, recompensa, recompensador, recompensas, pluralidade, proposta, propostas, família, informar, informante, informantes, interconexões, publicação, transparência, transparente, atrair, atraindo, atraí, incentivo, incentivos, motivar, motivado, motiva, motivando, motivação, talento, talentoso, talentos, divulgar, divulgado, divulga, divulgando, divulgação, divulgações, engajamento, engajamentos, investidor, stakeholder, stakeholders, ambiental, limpo, sustentabilidade, biocombustíveis, biocombustível, renovável, solar, eólico, biodiversidade, espécies, água, bifelinos, reciclar, reciclagem, cidadão, cidadãos, social, veterano, veteranos, humano, crianças, saúde, saudável, dignidade, igualdade, humanidade, imparcialidade, equidade, liberdade, filantrópico, filantropia, sociável, sociedade, bem-estar, remédio, medicamento, medicamentos, garantia, privacidade, paz, diversidade, seguro, segurança, caridoso, doar, doado, doa, doando, doações, doadores, fundação, fundações, presente, presentes, cursos, educar, educado, educa, educando, educação, educacional, aprendizado, mentoria, ensinar, ensino, treinamento, empregar, emprego, contratar, contratado, contratações.

Lista de palavras negativas

morte, corromper, rotatividade, conflito, conflitos, suborno, corrupto, corrupção, crimes, lobbies, lobby, lobbying, lobista, lobistas, aquecimento, desmatamento, pesticida, pesticidas, contaminação, emissão, emissões, gee, gees, emitir, carbono, nitrogênio, poluição, perigoso, poluentes, impressão, tóxico, resíduo, resíduos, vulnerável, epidemia, doente, doença, pandemia, discriminar, discriminado, discriminando, discriminação, assédio, lesão, hiv, álcool, falhas, defeitos, pobreza, desemprego.

Lista de palavras neutras

regulamento, regulamentos, estatuto, estatutos, independente, devidamente, controladoras, conduta, indenização, indenizações, nível, níveis, aposentadoria, anunciar, anunciado, anúncio, anúncios, anuncia, anunciando, comunicar, comunicado, comunica, comunicando, justamente, intermediário, analisar, analisado, analisa, analisando, análise, análises, controle, controles, coso, detectar, detectado, detectando, detecção, independência, antecedentes, renovação, habilidade, habilidades, mandato, vaga, vagas, compensar, compensado, compensa, compensando, compensação, salário, salários, adquirir, adquirido, aquisição, adquire, cédula, cédulas, votar, consentimento, eleger, eleito, elegendo, eleição, eleições, elege, nomear, nomeado, proponente, proponentes, procurações, quórum, voto, votado, votação, irmão, clicando, inspetor, inspetores, visitar, visitando, visitas, website, entrevista, entrevistas, recrutar, recrutando, recrutamento, manter, honorário, honorários, mantendo, influência, influências, influenciando, denunciante, fasb, objetividade, imprensa, sarbanes, feedback, linha direta,

convidar, convidado, correio, enviado, envio, envios, aviso, relações, pacto, clima, agricultura, carvão, fósfil, recurso, verde, atmosfera, zoneamento, ar, deficiências, deficiência, nações, sexual, negociação, trabalho, hora extra, salário, salários, local de trabalho, dotação, dotações, pessoas, socialmente, parto, concordância, padronização, minerais, inspeção, inspeções, casamento, expressão, bissexual, étnico, etnicamente, etnia, etnias, feminino, femininos, gay, gays, gênero, gêneros, homossexual, imigração, lgbt, minorias, minoria, mulheres negras, raça, racial, religião, religioso, sexo, transgênero, mulher, mulheres, ocupacional, trabalho, sem fins lucrativos, professor, professores, recrutamento, avô, avó, avós, irmãos, irmã, filho, conjugal, cônjuge, cônjuges, enteados, padrasto, madrasta, sobrinhos, sobrinhas, parentes, onu.
