



REUNIR:
Revista de Administração, Ciências Contábeis e
Sustentabilidade

www.reunir.revistas.ufcg.edu.br



ARTIGO ORIGINAL: Submetido em: 01.02.2024. Avaliado em: 25.05.2024. Apto para publicação em: 21.07.2024. Organização Responsável: UFCG.

Influência dos indicadores não-financeiros e do *disclosure* voluntário ESG no valor de mercado das entidades

Influence of non-financial indicators and ESG voluntary disclosure on the market value of entities

Influencia de los indicadores no financieros y la divulgación voluntaria de ESG en el valor de mercado de las entidades

Clara Monise Silva

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Campus I Lot. Cidade Universitaria, PB, 58051-900
<https://orcid.org/0000-0001-6278-1031>
clarinhacontabeis@hotmail.com

Sabrina Ribeiro de Almeida

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Campus I Lot. Cidade Universitaria, PB, 58051-900
<https://orcid.org/0000-0002-9201-4172>
sabrina_almeidacont@hotmail.com

Paulo Amilton Maia Leite Filho

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Campus I Lot. Cidade Universitaria, PB, 58051-900
<https://orcid.org/0000-0002-2471-3115>
pmaiaf@hotmail.com



PALAVRAS-CHAVE

Disclosure Não-Financeiro. Sustentabilidade Empresarial. Criação de Valor.

Resumo: Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre a evidenciação de informações não-financeiras presentes nos relatórios de sustentabilidade e o valor de mercado das empresas listadas no índice ISE da B3. A amostra é composta por 47 empresas listadas na carteira do ISE. Os dados da pesquisa foram coletados a partir dos bancos de dados da Economatica e nos relatórios de sustentabilidade disponibilizados pelas companhias. Para análise dos dados, foi realizado um teste não paramétrico para verificar a existência de diferença estatística significativa no nível de *disclosure* não-financeiro entre as empresas listadas no ISE, como também, foi feita a análise de um modelo de regressão linear múltipla (MQO) com o intuito de verificar se o valor das empresas influencia na divulgação das informações não-financeiras relacionadas com práticas de sustentabilidade e ações ESG das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3. Os resultados mostraram que não existe diferença estatística significativa no nível de *disclosure* não-financeiro entre as empresas listadas no ISE. Como também, constatou uma relação negativa entre o *disclosure* não-financeiro de informações de sustentabilidade e práticas ESG nas empresas. Desta forma, infere-se que o valor de mercado das empresas influencia significativamente o nível de *disclosure* de informações não-financeiras, porém essa relação

é inversa ao esperado pela literatura. A análise dessas relações utilizando indicadores financeiro e não-financeiros, ampliam a análise sobre o impacto das informações de sustentabilidade.

KEYWORDS

Non-financial Disclosure. Corporate Sustainability. Value Creation.

Abstract: *This study aims to analyze the relationship between the disclosure of non-financial information presented in sustainability reports and the market value of companies involved in B3's ISE index. The sample is made up of 47 companies designated in the ISE portfolio. The research data was collected in the Economática databases and in the sustainability reports made available by the companies. For data analysis, a non-parametric test was carried out to verify the existence of a significant statistical difference in the level of non-financial disclosure between the companies involved in the ISE, as well as an analysis of a multiple linear regression model (MQO) with the aim of verifying whether the value of companies influences the disclosure of non-financial information related to sustainability practices and ESG actions of companies involved in B3's Corporate Sustainability Index (ISE). The results demonstrated that there is no statistically significant difference in the level of non-financial disclosure between specific companies in the ISE. As well as a negative relationship was found between the non-financial disclosure of sustainability information and ESG practices in companies. Therefore, it is inferred that the market value of companies significantly influences the level of disclosure of non-financial information, however this relationship is inverse to what is expected in the literature. The analysis of these relationships using financial and non-financial indicators expands the analysis of the impact of sustainability information.*

PALABRAS CLAVE

Divulgación no Financiera. Sostenibilidad Corporativa. Creación de Valor.

Resumen: *Este estudio tiene como objetivo analizar la relación entre la divulgación de información no financiera presente en los informes de sostenibilidad y el valor de mercado de las empresas que cotizan en el índice ISE de B3. La muestra está formada por 47 empresas cotizadas en la cartera del ISE. Los datos de la investigación se recopilaron de las bases de datos de Economática y de los informes de sostenibilidad puestos a disposición por las empresas. Para el análisis de los datos se realizó una prueba no paramétrica para verificar la existencia de una diferencia estadística significativa en el nivel de divulgación no financiera entre las empresas que cotizan en el ISE, así como un análisis de un modelo de regresión lineal múltiple (MQO) con el objetivo de verificar si el valor de las empresas influye en la divulgación de información no financiera relacionada con las prácticas de sostenibilidad y acciones ESG de las empresas listadas en el Índice de Sostenibilidad Corporativa (ISE) de B3. Los resultados mostraron que no existe diferencia estadísticamente significativa en el nivel de divulgación no financiera entre las empresas que cotizan en el ISE. Así como también, se encontró una relación negativa entre la divulgación no financiera de información de sostenibilidad y las prácticas ESG en las empresas. De esta manera, se infiere que el valor de mercado de las empresas influye significativamente en el nivel de revelación de la información no financiera, sin embargo, esta relación es inversa a lo esperado en la literatura. El análisis de estas relaciones utilizando indicadores financieros y no financieros amplía el análisis del impacto de la información sobre sostenibilidad.*

Introdução

A avaliação do desempenho organizacional tem prerrogativas, ainda, predominantemente financeiras, porém mudanças no cenário competitivo tem alterado as demandas informacionais. Essas demandas por informações advindas de investidores, gestores de fundos de investimentos, mas também de clientes, funcionários e da sociedade em geral, incorporam questões de bem-estar social, transparência e responsabilidade ambiental, somando-se a tradicional demanda de performance financeira (Shakil, 2021; Chen & Xie, 2022, Fafaliou et al., 2022).

Com isso, líderes e gestores não devem se concentrar apenas em fatores financeiros de curto prazo, pois o desempenho empresarial deve abranger questões ambientais, sociais e de governança (Saxena et al., 2023; Romão & Callado, 2020).

Isso porque essa crescente preocupação com fatores ambientais advindos dos *stakeholders* influenciam na imagem da empresa (Hinojoza-López et al., 2020). Além disso, a criação de valor, que supera a prerrogativa de lucros trimestrais, mas volta-se a remuneração do capital investido dos acionistas a longo prazo, requer que indicadores não-financeiros sejam acompanhados (Duda et al., 2022; Forte et al., 2023).

Aspectos operacionais, de processos, produção e etc., geram indicadores voltados, por exemplo, a qualidade, satisfação, inovação e aspectos do mercado, que revelam não apenas a situação financeira passada ou atual, mas mostra as perspectivas futuras da entidade, de maneira mais holística, permitindo um panorama mais completo (Kotane & Kuzmina-Merlino, 2011; Romão & Callado, 2020).

Nesse contexto, as informações não-financeiras se relacionam com aspectos do desenvolvimento sustentável, que envolve as dimensões social, ambiental e econômica. Destarte, as companhias são pressionadas a aumentar o nível de *disclosure*, divulgando em seus relatórios informações sobre os impactos gerados por seus processos e atividades a todos os *stakeholders* envolvidos (Irigaray & Stocker, 2022).

O *Disclosure* compreendido como a divulgação de informações relevantes pela empresa, reduz a assimetria informacional através da maior transparência e amplitude das informações (Costa & Correia, 2018).

Não obstante, os reflexos sobre os impactos do *disclosure* de informações não-financeiras ligadas a questões sociais e ambientais não é um tema pacificado na literatura (Barka et al., 2023). Onde estudos demonstram que a divulgação dessas informações aumenta o valor da empresa (Mazionni et al., 2023; Redecker & Trindade 2021; Zhou, Lio & Luo, 2022; Romão e Câmara, 2022; Silva & Lucena, 2019; Romão & Callado, 2020; Costa & Correia, 2018). Enquanto outros demonstram que a divulgação dessas informações reduz ou não causa impacto no valor da empresa (Duda et al., 2022; Macedo et al., 2022).

Esse cenário faz emergir o seguinte problema de pesquisa: Qual a relação entre o *disclosure* de informações não-financeiras presentes nos relatórios de sustentabilidade e o valor de mercado de empresas listadas no ISE da B3? Desta forma o objetivo desse estudo é: Analisar a relação entre a evidenciação de informações não-financeiras presentes nos relatórios de sustentabilidade e o valor de mercado das empresas listadas no ISE da B3.

O ISE (Índice de Sustentabilidade) da B3 é o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pela bolsa brasileira (B3, 2024), sendo o grupo foco deste estudo.

A pesquisa se justifica pela contribuição da utilização da métrica de avaliação do *disclosure* de informações de sustentabilidade e a criação de valor para as empresas, como nos estudos de (Silva & Lucena, 2019; Costa & Correia, 2018; Peixoto, et. al. 2017; Santos & Ribeiro, 2017), tendo como diferencial estabelecer uma relação entre essas informações e os indicadores não-financeiros na geração de valor financeiro e informacional.

Do ponto de vista societal, esse estudo contribui com a discussão sobre a efetividade e legitimidade de indicadores de desenvolvimento sustentável e dos relatórios disponibilizados pelas empresas com a divulgação de informações relevantes para os diversos *stakeholders*.

Elementos Teóricos da Pesquisa

Desempenho organizacional e indicadores não-financeiros

A mensuração do desempenho organizacional é um desafio para os gestores e tomadores de decisão, considerando que dificilmente uma única métrica irá representá-lo. Pois, se relaciona a estratégia estabelecida pela empresa e ultrapassa os aspectos exclusivamente financeiros (Romão & Câmara, 2022).

Nesse tocante, conforme discute Kaplan & Norton (1992), Neely, Adams & Crowe (2001) medidas baseadas em registro passados não captam todas as perspectivas holísticas necessárias para que possa haver predição, correção de direcionamentos e melhorias de processos.

Somado a isso, desde a década de 70 que preocupações de cunho sustentável tem crescido entre os *stakeholders*. Gerando uma demanda por informações sociais e ambientais, que se vinculam a dois fatores principais: (i) os investidores e *stakeholders* buscam empresas com responsabilidade social e ambiental e as (ii) empresas que fornecem maior número de informações são vistas como menos incertas e menos suscetíveis a multas, processos e a ter problemas com a imagem frente ao mercado (Eliwa, Aboud & Saled, 2021).

Isso tem indicado uma influência sobre o valor de mercado dessas gerando um crescimento no interesse por empresas participantes de carteiras de alta responsabilidade social, ambiental e de governança (Cui, Jo & Na, 2018; Eliwa, Aboud & Saled, 2021).

Nesse tocante, indicadores que forneçam uma visão mais holística, que englobam variáveis não-financeiras, das organizações contribuem para uma melhor tomada de decisão e geração de informações importantes para medir o desempenho organizacional (Callado & Jack, 2015).

Desta forma, as empresas tem buscado comunicar informações estratégicas de cunho não financeiro, mostrando condutas em prol da sustentabilidade e geração de valor a médio e longo prazo, com uma abordagem mais futurística (Jayasiri et al., 2022; Rocha, 2022).

No entanto, o uso desses indicadores não-financeiros gera muitas vezes dúvidas sobre como medir e quais medidas selecionar. Considerando que a definição do que seria a sustentabilidade empresarial é um termo não consensual, trazer indicadores que o reflita devidamente se torna um problema complexo (Goyal et al., 2013).

Todavia, as organizações são compelidas, mediante aspectos de legitimidade, a divulgar relatórios não financeiros que atendam as partes interessadas e que demonstrem compromisso com práticas mais sustentáveis e com a criação de valor (Ramos, 2019; Melo, 2023).

Mediante esse contexto, este estudo reconhece que aspectos não-financeiros são relevantes para o desempenho organizacional e que podem, considerando as demandas e interesses sobre aspectos sustentáveis, influenciar o valor da empresa no mercado e levar a análises mais completas e holísticas, voltadas ao longo prazo.

Disclosure voluntário da sustentabilidade empresarial e valor de mercado das organizações

A finalidade da contabilidade é fornecer informações úteis para orientar o processo decisório nas organizações (Araújo & Carmo, 2022). Essas informações devem apresentar os impactos econômico-financeiros e, também, os socioambientais, decorrentes das transações realizadas no período, de forma que os usuários, possam avaliar os reflexos dessas transações no desempenho da entidade (Ferreira et al., 2021).

Essas demandas têm gerado um aumento do *disclosure* realizado pelas empresas, pelo menos no que se refere a quantidade. O *disclosure* pode ser compreendido como a divulgação de informações relevantes e confiáveis pelas corporações, periodicamente, abrangendo sua situação financeira, econômica e social (Holtz et al., 2020; Peixe et al., 2023). Sendo algumas informações reguladas por lei e normativos (obrigatórias) e aquelas voluntárias. O foco desse estudo se refere as informações voluntárias.

Nesse contexto, a Teoria da Divulgação Discricionária pretende compreender os incentivos econômicos e as circunstâncias que levam os

gestores a, voluntariamente, divulgarem informações privadas para o público (Dye, 2001). Com isso, os estudos que descrevem uma teoria da divulgação, tem como objetivo principal explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras e não financeiras. (Verrecchia, 2001; Dye, 2001). Buscando determinar o efeito dessa divulgação no valor das empresas, nas ações e os fatores que fazem com que determinada informação seja divulgada voluntariamente ou não (Salloti & Yamamoto, 2005).

Nesta perspectiva, de divulgação, as informações voluntárias são parte das práticas de governança, que buscam comunicar as partes interessadas ideias, dados e posicionamentos da empresa, reduzindo assim a assimetria informacional (Engel et al., 2019; Arantes & Dias, 2020).

Todavia, de acordo com a teoria da divulgação discricionária, a tendência é que as empresas divulguem mais notícias de resultados bons que ruins (Dye, 2001; Rody et al., 2020). Porém, os agentes econômicos com expectativas racionais, podem perceber que existe uma seleção adversa de informações, gerando assim, desconfiança. As empresas, então, evidenciam informações negativas para não serem penalizadas pelo mercado. Porém, as boas notícias são divulgadas antes e em maior quantidade do que as ruins (Arantes & Soares, 2020; Kothari, Shu & Wysocki, 2009).

Por conseguinte, existe um impasse dos gestores em avaliar quais, como e em que quantidade devem divulgar informações voluntárias. Conhecido pela taxonomia proposta por Verrecchia (2001), como divulgação baseada em julgamento (Gois, Santos, Cabral & Pessoa, 2015). Essa abordagem de divulgação se fundamenta no conceito de seleção adversa, cuja condição é a existência de assimetria da informação (Kothari et al. 2009).

Nesse contexto, alguns fatores podem influenciar a divulgação de informações socioambientais, dentre as quais se destacam: (i) o desenvolvimento da imagem corporativa, a (ii) vantagem competitiva, (iii) legitimação das atividades, (iv) os benefícios políticos que as ações podem trazer para a instituição, e (v) o direito dos

stakeholders (Peixe et al., 2023; Elsayed & Elshandidy, 2020; Pereira et. al. 2018; Souza et al., 2018).

Com a adequação a essas exigências e parâmetros, as organizações podem receber selos, reconhecimento e prêmios, melhorando assim a imagem frente aos *stakeholders*. Devido a isso, muitas empresas têm agregado todas essas informações em relatórios únicos.

Porém, esses relatórios que divulgam essas informações, assumem diversas formas, abordagens e nomes, a saber: Relatório Anual, Relatório de Sustentabilidade, Relato Integrado, que se alinham a uma série de sistemas que direcionam o que deve ser divulgado. Então, as empresas podem tomar como parâmetro diversos desses sistemas, como o *Global Reporting Initiative* (GRI), Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade (DJSI), Indicadores Ethos de Responsabilidade Social Empresarial, Índice de Sustentabilidade Empresarial B3, por exemplo (Imperador & Silva, 2018).

Nesse contexto, as empresas utilizam um conjunto de medidas padrão e indicadores para mensurar assertivamente o desempenho sustentável empresarial (Moraes et al., 2023). O conceito de sustentabilidade empresarial deriva do *triple bottom line*, que abrange todos os esforços das empresas para reduzir seu impacto na sociedade (Elkington, 2018; Silva, 2023).

Enquanto que o ESG (*environmental, social and governance*) adiciona às preocupações sociais e ambientais, a tomada de decisão da gestão da empresa, na perspectiva da governança. Considerando como as decisões tomadas afetam a sociedade, o meio ambiente e o desempenho organizacional (Silva, 2023).

Considerando a amplitude de sistemas, de indicadores e de relatórios problemas, como: (i) diferentes concepções existem sobre desenvolvimento sustentável (alterando os indicadores selecionados) e a (ii) dualidade entre padronizar as informações tornando-as comparáveis, mas por outro lado, perder a relevância e materialidade que a discricionariedade pode permitir (Imperador & Silva, 2018), tornam essa mensuração e o *disclosure* dessas informações difícil e complexo.

Porém, mesmo com tais limitações e problemáticas, é preciso avaliar como essas informações impactam o mercado e as empresas, a partir dos relatórios divulgados para que se avance num constructo teórico e metodológico sobre o desempenho sustentável nas organizações.

Construção das hipóteses de pesquisa

As empresas têm sido pressionadas, mesmo se tratando de informações voluntárias que envolvam aspectos gerenciais e socioambientais, a divulgar informações. Evidências teóricas e empíricas mostram que esse *disclosure* é não padronizado e que as empresas divulgam, mais ou menos informação, a depender de fatores como mercado, concorrentes, pressão, busca de prêmios e ou certificações (Miralles-Quirós et al., 2018; Allaya et al., 2018; Karajeh, 2020; Machado & Sonza 2019).

Apesar das pesquisas realizadas sobre a temática optarem pela utilização de indicadores financeiros, cabe destacar que também se faz necessário a realização de estudos que abordem os indicadores não-financeiros, visto que estes além de trazerem uma visão mais holística da empresa, também podem auxiliar no alcance dos indicadores financeiros e no desempenho organizacional (Romão & Callado, 2020).

Alguns estudos buscaram analisar se as empresas listadas no mercado financeiro brasileiro têm divulgado informações relativas aos seus indicadores não-financeiros. Marquezan, Dieh & Alberton (2013) buscaram identificar quais as medidas não financeiras de avaliação de desempenho são utilizadas e divulgadas pelas principais empresas participantes do índice IBOVESPA (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo). Constataram o uso desses indicadores, por todas as empresas, na maioria das categorias identificadas, percebendo a importância desses indicadores no desempenho das operações.

O estudo de Vargas, Diehl & Ayres (2016) buscou identificar quais as medidas não-financeiras de avaliação de desempenho divulgadas pelas empresas do setor de telecomunicações listadas na BOVESPA. Os resultados demonstraram grande predominância da divulgação de indicadores que

medem e informam as questões relativas às pessoas como também, evidenciam que a utilização de medidas não financeiras tem papel fundamental nesse sentido, pois complementam e muitas vezes podem justificar o desempenho.

Verificar se existe uma relação entre a evidenciação de indicadores não financeiros e o valor de mercado das empresas auxilia a compreender o impacto dessas informações. Nesse sentido, Romão & Callado (2020) verificaram a relação entre o *disclosure* de indicadores de desempenho não financeiros e o valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na B3. Constatando que as empresas com maiores níveis de divulgação de indicadores não financeiros possuem maior valor de mercado.

Desta forma, com base na literatura que trata sobre os indicadores não-financeiros de desempenho e sua relevância na performance da organização, como também a relação desses indicadores com a divulgação de informações de sustentabilidade e de práticas ESG, optou-se por analisar o nível de divulgação dessas informações nas empresas listadas no ISE. E com isso, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Existe diferença estatística significativa no nível de *disclosure* não financeiro entre as empresas listadas no ISE.

É crescente o número de pesquisas que buscam evidenciar o *disclosure* voluntário de informações relacionadas com a sustentabilidade empresarial e o desempenho econômico-financeiro das empresas. Isso porque evidencia-se uma relação entre o *disclosure* voluntário com resultados econômicos (Zanoello et al., 2015). Assim como o nível de *disclosure* ambiental apresenta uma relação positiva e significativa com a rentabilidade, sugerindo que as empresa com melhor desempenho tendem a maximizar a divulgação sustentável (Santos & Ribeiro 2017).

Empresas listadas em índices de sustentabilidade também demonstram maior expectativas de melhores resultados financeiros. Como demonstra o estudo de Silva & Lucena (2019) que constatou a ocorrência de uma relação positiva entre a participação das empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial e o seu ROA, no mercado brasileiro.

O investimento em ESG também demonstra criar valor para as organizações. Onde a interação entre critérios de investimento e valor relacionados a ESG, apontam que ser socialmente responsável está criando valor para empresas e investidores (Cornell & Damodaram, 2020).

Os impactos da Certificação de rotulagem ambiental no desempenho ambiental e financeiro influência de forma significativa a performance da empresa e sua criação de valor, avaliada por meio do Q de Tobin (He, Ren & Zeng, 2022). O Q de Tobin é a razão entre o valor de mercado de um ativo físico e seu valor de reposição. Se o Q for maior que 1 a empresa apresenta valorização e provavelmente os investidores receberão retornos acima dos custos (Butt et al., 2021).

No contexto do ESG, que considera a governança das organizações, Neves (2022) constatou que o desempenho corporativo em ESG tem influência positiva no desempenho financeiro, em especial, nas dimensões ambientais e de governança, as quais melhoram o desempenho financeiro das empresas.

Não obstante, a literatura não se apresenta pacificada quanto a essas relações. Nesse sentido, o estudo de Costa & Correia (2018) analisaram a relação entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa, nas firmas listadas na B3. E os resultados da pesquisa apontaram que a divulgação de informações socioambientais não impacta ou afeta o desempenho das companhias que compõem o mercado brasileiro.

Assim como resultados contrastantes envolvendo o ESG são referenciados. O estudo de Martins & Cunha (2022) investigou a associação da divulgação da prática de fatores de sustentabilidade ESG por empresas brasileiras de capital aberto com os seus valores de mercado e constataram que os fatores ESG não se apresentaram significantes em relação ao valor de mercado, com exceção da variável S (social), que mostrou associação marginalmente significativa e positiva com a métrica Q de Tobin.

A partir dos estudos anteriores, buscou-se verificar se as empresas que possuem uma maior performance financeira também apresentam um maior nível de divulgação de informações não-

financeiras relacionadas com aspectos da sustentabilidade empresarial e práticas ESG. Portanto, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa baseada nos estudos de (Zanoello et al. 2015; Santos & Ribeiro, 2017; Costa & Correia, 2018; Silva & Lucena, 2019; Cornell & Damodaram, 2020; He et. al. 2022; Neves, 2022):

H2: O valor de mercado das empresas tem influência no nível de divulgação de informações não-financeiras.

Elementos Metodológicos da Pesquisa

Amostra do estudo

A amostra do estudo é composta por empresas que participam do índice ISE da B3 em 2022, conforme consta na Tabela 1.

Tabela 1
Empresas listadas no índice ISE da B[3] em 2022

EMPRESAS			
1	AES BRASIL	25	ITAUSA
2	AMBIPAR	26	ITAUUNIBANCO
3	AMERICANAS	27	KLABIN S/A
4	AREZZO CO	28	LIGHT S/A
5	AZUL	29	LOJAS RENNER
6	BRADESCO	30	M.DIASBRANCO
7	BRASIL	31	MAGAZ LUIZA
8	BRASKEM	32	MARFRIG
9	BRF SA	33	MINERVA
10	BTGP BANCO	34	MOVIDA
11	CCR SA	35	MRV
12	CEMIG	36	NEOENERGIA
13	CIELO	37	P. ACUCAR-CBD
14	COPEL	38	RAIADROGASIL
15	COSAN	39	RUMO S.A.
16	CPFL ENERGIA	40	SANTANDER BR
17	DEXCO	41	SIMPAR
18	ECORODOVIAS	42	SUL AMERICA
19	ELETROBRAS	43	SUZANO S.A.
20	ENERGIAS BR	44	TELEF BRASIL
21	ENGIE BRASIL	45	TIM
22	FLEURY	46	VIA
23	GRUPO NATURA	47	VIBRA
24	IOCHP-MAXION	48	WEG

Fonte: B[3] (2022).

Variáveis do estudo

Quanto aos critérios para adoção e definição

das variáveis da pesquisa utilizou-se de pesquisas empíricas, com a utilização de variáveis já abordadas em estudos anteriores (Neves, 2022, He et. al., 2021, Câmara et al., 2018; Romão & Callado (2020)., como também uma nova proposta de avaliação de informações de desempenho não-financeiro (Faria & Pereira, 2009; Romão & Callado, 2020)

As variáveis que compõem o modelo de análise do desempenho não-financeiro são apresentadas no Tabela 2, e são baseadas no estudo de Romão & Callado (2020), Tabela 2. A análise desses indicadores será realizada através da verificação do conteúdo dos relatórios de sustentabilidade, relato integrado ou relatórios da administração que tenham por intuito divulgar informações de sustentabilidade. Dessa forma, será feito uma pesquisa pelos termos que envolvam os indicadores citados, gerando assim um *checklist*.

Tabela 2
Checklist do modelo de análise do desempenho não-financeiro

Categoria	Indicadores
Qualidade	1. Ações para melhoria dos serviços, produção e comércio.
Perspectiva Ambiental	2. Recuperação de áreas degradadas; 3. Redução de consumo de recursos naturais; 4. Relacionamento com <i>stakeholders</i> ;
Perspectiva do cliente	5. Número de clientes; 6. Índice de satisfação dos clientes; 7. Atendimento ao cliente;
Perspectiva produtos e serviços	8. Pontos de venda; 9. Volume vendido; 10. Gestão de fornecedores.
Perspectiva social	11. Número de projetos sociais; 12. Abrangência de projetos sociais
Processos	13. Melhorias de processos; 14. Utilização de capacidade instalada; 15. Horas de treinamentos de funcionários; 16. Captação de matéria-prima e processamento; 17. Logística.
Pessoas	18. Número de empregados, rotatividade, escolaridade, faixa etária, gênero, horas de treinamento, mulheres em direção.
Imagem	19. Reconhecimento, prêmios, universidades, revistas.

Fonte: Romão e Callado (2020).

Após verificar se existem as informações relacionadas aos indicadores não-financeiros nos relatórios, será realizado um cálculo de percentual para compreender, dentro da amostra, os níveis que as empresas se encontram, como demonstrado na Tabela 3. Essa categorização é baseada nos estudos de Faria & Pereira (2009) e Romão & Callado (2020).

Tabela 3
Categorização de *Disclosure* de informações não-financeiras

<i>Disclosure</i> não-financeiro	Nível do <i>disclosure</i>
0%	Nenhum indicador
1% até 25%	Baixo
26% até 50%	Moderado
51% até 75%	Bom
76% até 100%	Ótimo

Fonte: Romão e Callado (2020).

Com essa estratificação pode ser feita uma análise de *clusters*, segregando as empresas em grupos dentro da amostra, permitindo compará-los. Após isso são realizadas as análises estatísticas, para compreender se o valor de mercado das empresas é impactado pelo *disclosure* não financeiro. Para analisar o valor de mercado, são utilizados os indicadores financeiros da Tabela 4.

Tabela 4
Variáveis de Controle do estudo

Indicador	Descrição
Tamanho da empresa	A proxy para o tamanho da empresa, foi utilizado o Ativo Total da empresa.
ROE	Para fins de cálculo da rentabilidade, utilizou-se o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), calculado a partir da relação entre o lucro líquido pelo patrimônio líquido do período.
ROA	O ROA foi calculado através da razão entre o lucro líquido sobre o Ativo Total, ambos de cada período analisado.
Alavancagem	A Alavancagem é calculada através da razão entre o passivo oneroso sobre o Ativo Total.
Crescimento	O Crescimento foi calculado através da razão da Receita em (t+1) sobre a Receita em (t) subtraído de 1.

Fonte: Adaptado de Neves (2022), He et. al. (2021), Câmara

et al. (2018).

O Valor da Empresa é a variável independente desse estudo. Considerando estudos anteriores, utilizou-se essa variável como *proxy* para mensurar o valor de mercado da empresa disponível na base de dados da economática (Neves, 2022).

O estudo tem como variáveis de controle: o tamanho da empresa; o ROE; o ROA; a alavancagem; e o crescimento; conforme apresentado na Tabela 4. As variáveis de controle foram adicionadas baseadas em estudos anteriores que abordaram indicadores de desempenho econômico-financeiro nas empresas. Como nas pesquisas realizadas por Neves (2022), He et. al. (2021) e Câmara, Silva, Tavares & Melo (2018).

Os dados da pesquisa foram coletados a partir dos bancos de dados da Economática e nos relatórios disponibilizados pelas companhias.

Análise dos dados

Dessa forma, para testar a relação entre o valor da empresa e a divulgação de indicadores não-financeiros, foi estimado o seguinte modelo de regressão:

$$DISC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VE_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 CRES_{it} + \mu$$

Onde:

DISC = disclosure não-financeiro empresarial *i* no período *t*

VE = Valor de mercado da empresa *i* no período *t*

TAM = tamanho da empresa *i* no período *t*

ROE = retorno sobre o patrimônio da empresa *i* no período *t*

ROA = retorno sobre o ativo da empresa *i* no período *t*

ALAV = alavancagem da empresa *i* no período *t*

CRES = crescimento da empresa *i* no período *t*

μ = é o erro da regressão

A estimação desse modelo visa analisar se o valor das empresas influencia na divulgação das informações não-financeiras de desempenho das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3.

Apresentação e Discussão dos Resultados

Teste de kruskal-wallis e análise das categorias dos indicadores não-financeiros

Considerando os aspectos metodológicos citados para obtenção dos dados, foi realizado o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis, a partir do enquadramento do nível de *disclosure* das empresas estudadas.

O teste de Kruskal-Wallis é um teste não paramétrico utilizado para comparar duas amostras independentes para averiguar se existe diferença significativa na distribuição normal dos grupos (Favero e Belfiore, 2022).

Conforme dados da Tabela 5, as empresas estudadas se enquadraram em dois níveis “Bom” e “Ótimo”, demonstrando que os indicadores não-financeiros divulgados pelo grupo, são semelhantes e que fazendo parte do ISE divulgam mais informações não-financeiras aos seus usuários. O teste de Kruskal-Wallis, apresentou *p-value* de 0,2751 demonstrando que a hipótese *H1*: *Existe diferença estatística significativa no nível de disclosure não financeiro entre as empresas listadas no ISE*, pode ser rejeitada.

Tabela 5
Teste de Kruskal-Wallis para as variáveis Nível de Disclosure e Valor de mercado

Nível de Disclosure	Observações	Soma
3- Bom	26	573.000
4- Ótimo	21	575.000
<i>p-valeu 0.2751</i>		

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Nota: (0) Nenhum indicador; (1) Baixo; (2) Moderado; (3) Bom; (4) Ótimo.

Isso demonstra uma semelhança entre as empresas que pertencem a esse grupo, considerando que para fazer parte do índice ISE precisam se enquadrar em termos de nível de divulgação. Isso permite que informações entre empresas sejam melhor comparadas e avaliadas pelos stakeholders, contribuindo com a redução de assimetrias informacionais.

Análise dos resultados da regressão

Posteriormente, foi feita a análise da estatística descritiva do *disclosure* de informações não-financeiras e verificou-se que o nível médio de divulgação de informações não-financeiras apresentando pelas empresas analisadas nessa amostra alcançaram uma média de 0,75, o valor máximo de 1, e um valor mínimo de aproximadamente 0,53, conforme evidenciado de forma geral na Tabela 7.

Tabela 7

Estatística descritiva do *disclosure* de informações não-financeiras

	Nº empresa	Média	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
IEP	47	0,75	0,53	1	0,1080383

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A empresa que apresentou um maior nível de divulgação de informações não-financeiras foi a Neoenergia, que evidenciou todos os indicadores elencados no modelo proposto nesse artigo, no período em análise. Enquanto, a Magazine Luiza e a Minerva foram as empresas que divulgaram o menor número de indicadores não-financeiros, atingindo um índice de 0,53 cada uma.

A partir da análise dos relatórios das empresas, verificou-se que existe uma preocupação em divulgar informações relacionadas com suas práticas nos aspectos ambientais, sociais e de governança, como mecanismo para legitimar suas ações com os *stakeholders*.

Em seguida, foi feita a análise da equação proposta nesse estudo com a utilização de uma regressão linear múltipla (MQO), conforme Tabela 8, com o intuito de analisar se o valor das empresas influencia na divulgação das informações não-financeiras de desempenho das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3.

Foram realizados os testes para validação do modelo econométrico (Pressupostos de Gauss Markov). O Teste de Shapiro-Wilk Z, tem como objetivo avaliar se uma distribuição é semelhante a uma distribuição normal. Esse pressuposto precisa ser atendido quando se trata de uma regressão linear, pois a maioria dos dados

precisam ser concentrados junto a média para que a predição do modelo seja aceitável (Favero & Belfiore, 2022). Pressuposto atendido pelos dados.

Tabela 8

Regressão Linear Múltipla (MQO)

Variável	Coefficient e	Erro Padrão	t	Sig
Constante	0,7780089	0,0387807	0,000	Sim
VE	-2,60e-09	7,95e-10	0,002	Sim
TAM	1,11e-09	5,09e-10	0,037	Sim
ROE	-0,0001013	0,0005716	0,860	Não
ROA	0,0063215	0,0054896	0,258	Não
ALAV	-0,0092561	0,0045903	0,052	Não
CRES	-0,0324517	0,0491274	0,513	Não

Resultados

R-squared	0,2996
Adj R-squared	0,1760
Prob > F	0.0466
Observações	41

Testes para Validação do modelo econométrico

Teste de Shapiro Wilk Prob> Z = 0,49621
Teste de White p-value = 0,8534
Teste de Ramsey Reset Prob> F = 0,3223
Teste de multicolinearidade MeanVIF = 1,60

Fonte: Dados da Pesquisa (2023).

O teste de White é um teste estatístico para detectar a presença de heteroscedasticidade geral em um modelo matemático. A heteroscedasticidade acontece quando não existe constância dos resíduos ao longo da variável independente e uma correlação entre o erro e a variável dependente. A medida que a variável dependente (Y) aumenta forma-se um cone nos resíduos, demonstrando uma relação com a variável dependente (x) (Favero & Belfiore, 2022). Com isso, para que o modelo seja de fato preditivo os dados precisam ter homocedasticidade, ou seja, com variância do erro constante. Esse pressuposto foi atendido, conforme o teste de White p-value = 0,8534.

O modelo também não apresenta omissão de variável, uma vez que o Teste de Ramsey Reset apresentou uma Prob>F maior que 0,05. Esse teste indica se a suposição de especificação correta é válida no modelo de regressão linear clássico. Ou seja, ajuda a identificar se o modelo linear utilizado está adequadamente especificado ou se há necessidade de incluir termos adicionais (como

termos não lineares ou interações) para capturar a relação entre as variáveis (Lima, 2007).

O pressuposto de média condicional zero também foi atendido, tendo em vista que através do teste de multicolinearidade, foi apresentado um VIF médio de 1,60, ou seja, não há interação de dependência entre as variáveis independentes. Dessa forma constata-se que os quesitos para a validação dos pressupostos estatísticos da regressão são atendidos no modelo (Favero & Belfiore, 2022).

Constatou-se então, que o modelo apresenta normalidade nos erros, apresenta homocedasticidade, implicando que condicional às variáveis explicativas, a variância do erro é constante.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 8, verifica-se a existência de uma relação entre a variável valor de mercado das empresas (VE) e o nível de *disclosure* de informações não-financeiras de sustentabilidade, visto que esta mostrou-se significativa estatisticamente ao nível de 5%. Porém com relação inversa, ou seja, quanto maior o valor de mercado das empresas, menor será o nível de *disclosure* de informações não-financeiras. Esses resultados contrastam com os resultados apresentados nos estudos de He et. al (2022) e Neves (2022) que evidenciaram uma relação positiva entre a divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade e práticas ESG nas empresas.

Essa relação inversa entre o valor de mercado das empresas (VE) e o nível de *disclosure* de informações não-financeiras de sustentabilidade mostram-se contrários em relação aos estudos recentes sobre a temática. Contudo, isso poderia ser explicado pelo fato do mercado brasileiro ser um mercado emergente e não apresentar a mesma desenvoltura dos mercados desenvolvidos, como por exemplo, os seus acionistas e investidores não considerarem os efeitos da sustentabilidade no desempenho organizacional e avaliam a performance das empresas com base nos níveis de risco de cada uma (Martins & Cunha, 2022).

Outro ponto, pode estar relacionado aos custos que práticas de sustentabilidade podem gerar para essas empresas. De acordo com a abordagem neoclássica, investir em atividades ESG cria

custos adicionais para a empresa, que pode afetar principalmente seus resultados em curto prazo (Duda et al., 2022). O custo de capital também pode ser maior em empresas que possuem maiores *scores* ESG, podendo impactar seus indicadores financeiros (Macedo et al., 2022).

Desta forma, ser participante do ISE e possuir um alto nível de *disclosure* voluntário gera um impacto negativo no resultado financeiro. Todavia, considerando que os impactos voltados a sustentabilidade são de longo prazo e resultados financeiros medidos pelos indicadores selecionados tem um período de medição menor, deve-se considerar que os reflexos financeiros podem aparecer em longo prazo (Ferreira et al., 2021; Duda et al., 2022).

Ainda, pode-se inferir que a partir de determinado nível de divulgação, não se estabeleça mais relevância, por parte dos usuários, a essas informações. Ou seja, o crescimento no número de informações e indicadores ESG pode não causar impacto na tomada de decisão, a partir de certo ponto, e não ser desconsiderado pelos investidores. Conforme discute Delai (2006) e Imperador & Silva (2018), sobre o crescente número de usos para o termo sustentável e o crescente número de métricas.

Além disso, a comunicação dessas informações que considera apenas aspectos de legitimidade, mas que pouco demonstram em termos de práticas efetivas em prol do tema de sustentabilidade pode gerar ceticismo por parte dos usuários (Holtz et al., 2020). O tom positivo constante em torno da temática pode levar a uma percepção de seleção adversa de informações e a tomada de decisões equivocadas, por parte dos *stakeholders*. E quando não atendida, as expectativas geradas, causa a perda de reputação e credibilidade da empresa (Souza et al., 2018; Barra et al., 2024)

Quanto à variável tamanho da empresa constatou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa com o nível de *disclosure* de informações não-financeiras de sustentabilidade, ou seja, quanto maior a empresa, maior o nível de divulgação dessas informações. Esse resultado evidencia que o tamanho da empresa é um fator determinante para a divulgação

de informações não-financeiras relacionadas com aspectos de sustentabilidade empresarial, corroborando com os achados de He, Ren & Zeng (2022) e Neves (2022).

Dessa forma, por meio da análise do modelo econométrico proposto percebe-se que a hipótese H₂ não pode ser rejeitada, uma vez que o valor de mercado das empresas apresenta influência significativa sobre o nível de *disclosure* de informações não-financeiras, mesmo essa relação sendo inversa.

Por outro lado, o resultado apresentado não pôde validar a hipótese 1 do estudo, evidenciando que os indicadores não-financeiros divulgados são semelhantes e que as empresas que compõem a carteira do ISE divulgam mais informações não-financeiras aos seus usuários de maneira homogênea.

Considerações Finais

Os resultados encontrados demonstraram uma relação entre o *disclosure* não-financeiro de informações de sustentabilidade e desempenho financeiro nas empresas que compõem a amostra. Porém, com uma relação negativa, ou seja, enquanto maior o nível de *disclosure* pior os resultados financeiros.

Esse resultado diverge de outros estudos (He et. al. 2022; Neves, 2022; Silva & Lucena, 2019; Cornell & Damodaram, 2020; Mcedo et al., 2022; Romão & Camara 2022) que apresentaram resultados divergentes com relação ao achado desta pesquisa, pois evidenciaram uma relação positiva entre a divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade e práticas ESG nas empresas.

No entanto, alinha-se com estudos que demonstraram relação também inversa (Martins & Cunha, 2022), que pode ser explicado pela condição do mercado brasileiro ser um mercado emergente, assim como relacionado aos custos para colocar em prática essas ações voltadas a sustentabilidade e o custo de capital dessas empresas (Duda et al., 2022)..

Com isso esse estudo contribui para aprofundar o debate sobre o *disclosure* de informações voluntárias, na perspectiva de que

não é uma regra de que quanto mais informações melhor desempenho financeiras e criação de valor junto ao mercado.

Aspectos que envolvem custos e tempo impactam no retorno e na percepção do mercado das práticas e retornos (financeiros não financeiros) que envolvem o ESG. Pois a sustentabilidade requer práticas de longo prazo, enquanto que os indicadores financeiros se voltam majoritariamente a um período mais curto de tempo.

Mediante esse resultado, os gerentes podem avaliar a relação custo x benefício que as informações voluntárias podem ter a seus *stakeholders*. Assim como refletir sobre os impactos causados pela divulgação de uma grande quantidade de informações que tem como objetivo apenas a legitimidade da empresa e/ou gerenciar impressões. Sem de fato colocar em prática ações efetivas em prol da sustentabilidade.

Pois, sem práticas efetivas as empresas não entregarão os resultados esperados pelas partes interessadas, nem em termos financeiros (redução de custos ligados a sustentabilidade), nem em termos operacionais (melhoria de processos, bem-estar dos funcionários etc), tão pouco em resultados relacionados a mitigação de impactos ambientais negativos. Gerando assim perda de legitimidade a longo prazo.

Os indicadores de sustentabilidade que abrangem aspectos não-financeiros utilizados nesse estudo são de interesse de todos os *stakeholders*. Desta forma, o impacto do *disclosure* dessas informações legitimam as ações empresariais na sociedade.

Nesse contexto, esse estudo contribui para seja possível, para os *stakeholders*, visualizar o impacto dessas informações nos resultados financeiros das empresas, auxiliando assim na tomada de decisão, sobre investimentos, posicionamentos e conhecimento das ações da empresa para construção de um desenvolvimento sustentável.

Deste modo, como sugestões para pesquisas futuras recomenda-se replicar o estudo com um período de análise maior utilizando a amostra da carteira do ISE. Essa recomendação se faz necessária pois em uma análise longitudinal pode ser melhor visualizado o impacto das ações sustentáveis de longo prazo nos resultados

financeiros.

Como também seria interessante comparar os resultados desse estudo que trabalhou com a amostra do ISE com grupos de empresa que não participam do ISE. Adicionar indicadores que captem melhor a criação de valor da empresa pode também auxiliar na percepção do impacto do *disclosure* voluntário sobre sustentabilidade e as práticas aplicadas em longo prazo.

Como limitações esse estudo ressalta o recorte transversal de um grupo específico de empresas. Outros métodos quantitativos mais robustos poderiam ampliar e melhorar o modelo aqui utilizado. Possibilitando uma maior generalização e discussão dos dados.

Referências

Allaya, M., Derouiche, I., & Muessig, A. (2022). Voluntary disclosure, ownership structure, and corporate debt maturity: a study of French listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 81. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.008>

Aranes, V. A., Dias, D. P., & Soares, R. O. (2020). O que os investidores não veem, o mercado não sente: reflexões sobre a divulgação voluntária de informações prospectivas. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(3), 118-132.

Araújo, H. C., & Carmo, W. J. (2022). Controladoria: A busca da eficácia empresarial. *Altus Ciência*, 15(15), 239-257.

Barra, J. P. L. Cunha, Ícaro G. F. da, Oliveira, M. J. E. de M., Policarpo, R. V. S., & Rebelatto, D. A. do N. (2024). Evidence of sustainable development goals disclosure in publicly traded Brazilian companies. *Revista ambiente contábil - Universidade Federal do Rio Grande do Norte*, 16 (1). <https://doi.org/10.21680/2176>

Barka, Z., Hamza, T., & Mrad, S. (2023). Corporate ESG scores and equity market misvaluation: *Toward ethical investor behavior*, *Economic Modelling*, 127, 106467. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106467>

Lima, L. B. Um teste de especificação correta em modelos de regressão beta. (2007). Dissertação (Mestrado). Programa de Pós-Graduação em

Estatística, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, Brasil.

Butt, M. N., Baig, A. S., & Seyyed, F. J. (2021). Tobin's Q approximation as a metric of firm performance: an empirical evaluation. *Journal of Strategic Marketing*, 31(3), 532-548. <https://doi.org/10.1080/0965254X.2021.1947875>

Callado, A. A. C., & Jack, L. (2015). Balanced scorecard metrics and specific supply chain roles. *International Journal of Productivity & Performance Measurement*, 64(2), 288-230. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2014-0071>

Câmara, A. R. A. S., Silva, C. M., Tavares, A. L., & Melo, M. M. D. (2018). Divulgação de informações voluntárias como estratégia de crescimento e melhoria do desempenho econômico-financeiro: um estudo nas empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (B3). *Contabilometria - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, Monte Carmelo, 5(2), 142-160.

Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>

Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing good or sounding good? *NYU Stern School of Business*, 1-29. Recuperado de <https://www.pm-research.com/content/pmrjesg/1/1/76>

Costa, I. L. S., Correia, T. S., Paulo, E., & Lucena, W. G. L. (2018). Impacto do *Disclosure* Voluntário: Valor da Empresa e Informações Socioambientais nas Companhias Abertas. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 271-287. https://doi.org/10.51341/1984-3925_2018v21n2a7

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>

Delai, I. (2006). *Uma proposta de modelo de referência para mensuração da Sustentabilidade corporativa*. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Brasil.

Duda, E. do N., Silva, D. J. C., Lagioia, U. C. T., &

- Santos, M. A. (2022). Sustainable Culture Rings With Good Performance? A Study of Companies Listed in the Business Sustainability Index (Ise). *Revista De Gestão Social E Ambiental*, 16(2), 02987. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v16n2-013>
- 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/S01654101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S01654101(01)00024-6)
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saled, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Acco* 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Elkington, J. (2018). *25 years ago I coined the phrase "triple bottom line". Here's why it's time to rethink it.* In: Harvard business review. Recuperado de <https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-line-heres-why-im-giving-up-on-it>
- Elsayed, M., & Elshandidy, T. (2020). Do narrative-related disclosures predict corporate failure? Evidence from UK non-financial publicly quoted firms. *International Review of Financial Analysis*, 71, 1-55. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101555>
- Engel, P. J., Hack, A., & Stanley, L. J., Kellermanns, F. W. (2019). Voluntary disclosure of individual supervisory board compensation in public family firms. *Journal of Business Research*, 101, 362-374. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.04.025>
- Fafaliou, I., Giaka, M., Konstantios, D., & Polemis, M. (2022). Firms' ESG reputational risk and market longevity: a firm-level analysis for the United States. *Journal of Business Research*, 149, 161-177. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.05.010>
- Favero, L. P., & Belfiore, P. (2022). *Manual de análise de dados*. Rio de Janeiro: LTC.
- Ferreira, J. C., Santos, T. C. B., First, C., & Bertolini, G. R. F. (2021). Análise do desempenho econômico-financeiro das empresas participantes e não participantes da carteira ISE – índice de sustentabilidade empresarial. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)*, 26(1),78.
- Forte, H. C., Crisóstomo, V. L., & Peixoto Neto, L. M. (2023). Práticas ambientais, sociais e de governança e o desempenho das empresas brasileiras. *Sociedade, contabilidade e Gestão*, 18(3). https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v18i3.62403
- Gois, A. D., Santos, J. G. C., Cabral, A. C. A., & Pessoa, M. N. M. (2015). *Disclosure voluntário das informações ambientais: estudo da relação entre o nível de evidenciação e o investimento ambiental nos países do BRICS.* *Revista Alcance - Eletrônica*, 22(4). <https://doi.org/10.14210/alcance.v22n4.p518-537>
- Goyal, P., Rahman, Z., & Kazmi, A. A. (2013). Corporate sustainability performance and firm performance research: Literature review and future research agenda. *Management Decision*, 51(2), 361-379. <https://doi.org/10.1108/00251741311301867>
- He, D., Ren S., & Zeng, H. (2022). Environmental labeling certification and firm environmental and financial performance: A resource management perspective *Business Strategy and the Environment*, 31(3), 751-767.
- Hinojosa-López, J., Ayup-González, J., & Cogco-Calderón, A. (2020). Imagen corporativa y satisfacción laboral en potenciales empleados del sector bancario. *Investigación Administrativa*, 125, 1-20. <https://doi.org/10.35426/iav49n125.04>
- Holtz, L., Santos, O. M. dos, & Ohayon, P. (2020). Disclosure contábil corporativo sob a perspectiva da teoria da ação comunicativa. *REUNIR Revista De Administração Contabilidade E Sustentabilidade*, 10(3), 1-13.
- Imperador, A. M., & Silva, M. V. H. (2018). Sustentabilidade empresarial: considerações sobre diferentes sistemas de mensuração do desenvolvimento sustentável. *HOLOS*, 34(3). <https://doi.org/10.15628/holos.2018.5916>
- Irigaray, H. A. R., & Stocker, F. (2022). *Reflexões sobre resiliência empresarial, governança corporativa e responsabilidade social.* Fundação Getulio Vargas (FGV EBAPE) / Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 22(1). <https://doi.org/10.1590/1679-395190025>
- ISEB3. (2024). *O que é o ISE B3? Índice de Sustentabilidade Empresarial.* Recuperado de <https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>

- Jayasiri, N. K., Kumarasinghe, S., & Pandey, R. (2022). 12 years of integrated reporting: A review of research. *Accounting & Finance*, 1–57. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12958>
- Karajeh, A. I. S. (2020). Voluntary disclosure and earnings quality: evidence from ownership concentration environment. *Management Research Review*, 43(1), 35-55. <https://doi.org/10.1108/MRR-11-2018-0447>
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2005). The balanced scorecard: measures that drive performance. *Harvard business review*, 83(7), 172.
- Kotane, I., & Kuzmina-Merlino, I. (2011). Non-financial indicators for evaluation of business activity. *European integration studies*, 5, 213-219.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Lima, L. B. (2007). *Um teste de especificação correta em modelos de regressão beta*. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Pernambuco, Recife, Brasil. Recuperado de https://repositorio.ufpe.br/bitstream/123456789/6311/1/arquivo7191_1.pdf
- Macedo, P. 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. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 25(2), 159-175. <http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v25i2.2802>
- Machado, V. N., & Sonza, I. B. (2019). O efeito do tamanho na relação entre estrutura de controle e *disclosure* voluntário de companhias brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 21(55), 21-38.
- Marquezan, L. H. F., Diehl, C. A., & Alberton, J. R. (2013). Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios anuais digitais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2). Recuperado de <https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/533>
- Martins, M., & Cunha, M. F. (2022). A Relação da Divulgação das Práticas ESG com o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. In: 22^o *USP International Conference in Accounting*, São Paulo. Anais, São Paulo. Recuperado de <https://congressosp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3784.pdf>
- Mazzioni, S., Ascari, C., Rodolfo, N. M., & Dal Magro, C. B. (2023). Reflexos das práticas ESG e da adesão aos ODS na reputação corporativa e no valor de mercado. *RGO - Revista Gestão Organizacional*, 16(3), 59-77. <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v16i3.7394>
- Melo, L. S. A. (2023). *Sustentabilidade das empresas com potencial poluidor: uma análise dos capitais não financeiros (integrated reporting), ODS E ESG*. Tese (Doutorado em Recursos Naturais) – Programa de Pós-Graduação em Recursos Naturais, Centro de Tecnologia e Recursos Naturais, Universidade Federal de Campina Grande, Paraíba, Brasil, 2023.
- 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>
- Moraes, C. L., Cunha, I. G. F., Oliveira, M. J. E. M., Abdala, E. C., & Rebelatto, D. A. N. (2024). Métricas ESG como determinantes do desenvolvimento sustentável das cidades. *RGD Revista Gestão e Desenvolvimento*, 21(1), 146-169. <https://doi.org/10.25112/rgd.v21i1.3392>
- Neely, A., Adams, C., & Crowe, P. (2001). The performance prism in practice. *Measuring Business Excellence*, 5(2), 6-13.
- Neves, C. B. C. (2022). O desempenho corporativo em ESG e a performance financeira das empresas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, Brasil.
- Peixe, A. M. M., Araújo, J. A. R., & Pinto, J. S. P. (2023). Disclosure de informações contábeis a atualidade do mercado de capitais no Brasil. *Revista TCU*, 152. Recuperado de <https://revista.tcu.gov.br/ojs/index.php/RTCU/article/view/2018>
- Peixoto, E. P. A., Santos, R. R., & Luz, J. R. M. (2017). Relação da Evidenciação dos Gastos Ambientais e Desempenho Econômico-financeiro de Empresas potencialmente Poluidoras do Brasil. *Revista de*

Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online), 22(3), 36-53. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v22i3.34051>

Pereira, M. L., Lucena, W. G. L., & Paiva, S. B. (2018). Determinantes da divulgação voluntária do relatório de sustentabilidade nas empresas de energia elétrica e de telecomunicações listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 7(2), 300-321. <https://doi.org/10.5585/geas.v7i2.687>

Ramos, T. B. (2019). Sustainability assessment: Exploring the frontiers and paradigms of indicator approaches. *Sustainability (Switzerland)*, 11(3), 1-14. <https://doi.org/10.3390/su11030824>

Redecker, A. C., & Trindade, L. D. M. (2021). Práticas de ESG em sociedades anônimas de capital aberto: Um diálogo entre a função social instituída pela lei n 6.404/76 e a geração de valor. *Revista Jurídica Luso Brasileira*, 7(2), 59-125.

Rocha, M. D. G. T. S (2022). Relato Integrado: características corporativas relacionadas à evidenciação de indicadores chave dos capitais não financeiros de companhias listadas na B3. 2022. 58 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, Brasil. <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2023.7003>

Rody, P. H. A., Sousa, A. F. de, Souza, T. R. de, & Reina, D. R. M. (2020). Profitability and voluntary disclosure of Brazilian equity companies. *Contextus: Contemporary Journal of Economics and Management*, 18(19), 264-274. <http://dx.doi.org/10.19094/contextus.2020.44593>

Romão, B. J. P., & Callado, A. A. C. (2020). Relação entre o *Disclosure* de Indicadores de Desempenho Não Financeiros e o Valor de Mercado das Empresas de Capital Aberto. In: *10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças*, Online. Anais: Santa Catarina. Recuperado de https://ccn-ufsc-cdn.s3.amazonaws.com/10CCF/20200712142205_id.pdf

Romão, B. J. P., & Câmara, R. P. B. (2022). Relações entre Sustentabilidade Corporativa e Desempenho Organizacional sob a Ótica dos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável. RC&C. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 14(2). Recuperado de <https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/82137>

Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *Brazilian business review*, 2(1), 53-70. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123016184004.pdf>

Santos, K. R. A., & Ribeiro, F. (2017). Relação entre nível de disclosure ambiental e os indicadores econômico-financeiros de empresas listadas no ISE da BM&FBOVESPA. In *Congresso Internacional de Administração*, Ponta Grossa/PR.

Saxena, A. et al. (2023). Technologies Empowered Environmental, Social, and Governance (ESG): An Industry 4.0 Landscape. *Sustainability (Switzerland)*, 15(1).

Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M. and Munim, Z.H. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality*, 30(6), 1331-1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>

Silva, F. C. N. S. (2023). Sustentabilidade empresarial e ESG: uma distinção imperativa. *Revista de Gestão e Secretariado*, 14(1), 247-258. <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i1.1510>

Silva, V. M., & Lucena, W. G. L. (2019). Contabilidade ambiental: análise da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e a rentabilidade das empresas listadas na [B]3. *Revista Gestão & Tecnologia*, 19(2), 109-125. [10.20397/2177-6652/2019.v19i2.1563](https://doi.org/10.20397/2177-6652/2019.v19i2.1563)

Souza, F. M., Arantes, V. A., Soares, R. O., & Panhoca, L. (2018). Divulgação voluntária do guidance: informações incremental ou gerenciamento de impressões? In *Anais do 12º ANPCONT*, João Pessoa. Recuperado de https://www.anpcont.org.br/pdf/2018_CUE486.pdf

Vargas, S. B. D., Diehl, C. A., Ayres, P. R. R., & Monteiro, A. F. (2016). Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios de administração de empresas de telecomunicações. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 11(1). https://doi.org/10.21446/scg_ufri.v11i1.13374

Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.

Zanoello, C. F., Manfroi, L., Palma, D. L., & Zeni, E. (2015). Relação entre *disclosure* voluntário e os indicadores econômicos e financeiros: um estudo aplicado em empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Tecnológica- Revista Científica*, 2(1).

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*, 1(1), 1-17. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>