Efeitos do Desempenho ESG na Persistência dos Lucros de Empresas Brasileiras

INAÊ DE SOUSA BARBOSA
Fundação Universidade Regional de Blumenau
ANGÉLICA FERRARI
Fundação Universidade Regional de Blumenau
ROBERTO CARLOS KLANN
Fundação Universidade Regional de Blumenau

Resumo

Este artigo partiu da premissa de que o contexto social mais crítico existente atualmente faz com que investidores e demais interessados visem empresas que, além de desempenho financeiro satisfatório, tenham engajamento em práticas ESG. Pressupõe-se que empresas com melhor desempenho ESG transmitem mais transparência e confiança às suas partes interessadas, de modo que isso se reflita na persistência de seus lucros. Assim, o objetivo deste estudo é investigar a relação entre o desempenho ESG e a persistência dos lucros no contexto brasileiro. Para isso, utilizou-se uma amostra de 205 empresas brasileiras listadas na B[3], durante os anos 2014 a 2019, o que gerou um total de 1.230 observações. Os dados financeiros, bem como aqueles referentes ao desempenho ESG foram coletados na base de dados *Refinitiv Eikon*®. Na análise dos dados realizou-se: análise descritiva e regressão linear múltipla (OLS). Os resultados indicam que, no contexto analisado, empresas com melhor desempenho ESG tendem a ter lucros mais persistentes. Além disso, análises complementares confirmaram que a persistência dos lucros no contexto brasileiro é impactada pela parcela inesperada do desempenho ESG, referentes às práticas sociais e ambientais. Estudos anteriores concentraram-se em analisar a relação entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das organizações. Este estudo contribui com a literatura que observa os efeitos que práticas ambientais e sociais possuem sobre a qualidade dos lucros contábeis, especificamente sua relação com a persistência dos lucros de empresas brasileiras. Os achados condizem com a Teoria da Sinalização, ao salientar o comprometimento das organizações em sinalizar suas práticas ESG às suas partes interessadas. Dessa forma, melhoram a relação com seus *stakeholders* e a reputação de sua marca. Além disso, ao apresentar lucros de maior qualidade, contribuem para os participantes do mercado, ao permitir que investidores e analistas tomem decisões com base em informações mais confiáveis.

Palavras-chave: ESG; persistência dos lucros; empresas brasileiras.

1 INTRODUÇÃO

A literatura referente ao desempenho social, ambiental e de governança (ESG) e seu reflexo no desempenho das empresas pertencentes ao mercado de capitais tem se mostrado, atualmente, como um tema emergente mundialmente. Esse fenômeno pode ser explicado pois o engajamento em práticas ESG pode se refletir na reputação das organizações, bem como na confiança de seus *stakeholders*, gerando recompensas capazes de afetar seu desempenho financeiro (Dunn & Harness, 2018).

Além disso, a literatura aponta que comportamentos socialmente responsáveis ocasionam inúmeros efeitos positivos nas organizações, como menor risco não sistemático (Lee & Faff, 2009), menor custo de capital e maior valorização (El Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011; Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011; Ng & Rezaee, 2015), avaliações positivas dos analistas (Bushee & Noe, 2001) e, melhor desempenho financeiro (Velte, 2017; Salehi, Dashtbayaz, & Khorashadizadeh, 2018; Peng & Isa, 2020).

Ao se tratar da relação entre comportamentos socialmente responsáveis, nesta pesquisa considerado como o engajamento em práticas ambientais e sociais, e a persistência dos lucros, é possível salientar três teorias essenciais para explicar tal relação: teoria instrumental, teoria da legitimidade e teoria da sinalização (Moesono, Laksmana, & Irwanto, 2016). A Teoria Instrumental pressupõe que o envolvimento com questões sociais e ambientais ajuda a construir relações de confiança entre as empresas e suas partes interessadas (Jones, 1995). Isso reduz a assimetria informacional entre as partes, o que acaba refletindo no desempenho dessas empresas (Ha et al., 2020).

Ainda, essa relação é analisada na literatura da Teoria da Legitimidade. Isso porque o contrato existente entre as organizações e a sociedade está enraizado nesta teoria (Patten, 2019). Uma vez que ela defende a existência de um contrato social entre essas partes, o qual representa inúmeras expectativas, sejam implícitas ou explícitas, quanto a forma com que as organizações devem operar (Dias Filho, 2007). Nesse contexto, salienta-se que esse contrato propicia a sobrevivência das organizações como recompensa pelas atividades socialmente desejáveis pela comunidade na qual ela está inserida (Hoozée, Maussen, & Vangronsveld, 2019).

Por fim, a Teoria da Sinalização se destaca nesse contexto ao se basear no conceito de que a evidenciação de comportamentos socialmente responsáveis é uma forma de sinalizar à sociedade a qualidade da gestão organizacional. Desse modo, considera-se o bom desempenho social e ambiental como essencial para melhorar a reputação das empresas no âmbito do mercado financeiro (Ha et al., 2020). Com isso, a divulgação do engajamento em práticas ESG é considerada como uma sinalização por parte das organizações aos seus *stakeholders*, quanto à boa posição de seu valor de mercado (Artikis & Papanastasopoulos, 2016).

Nesse contexto, a literatura anterior evidencia que aquelas empresas com maior desempenho em práticas ESG tendem a sinalizar tais práticas por meio de seus relatórios. Esse engajamento também se relaciona com o volume de relatórios divulgados (Uyar, Karaman, & Kilic, 2020). Com isso, supõe-se que as empresas com maiores índices de engajamento em práticas ESG sinalizam essas práticas ao mercado, como uma forma de estreitar sua relação com suas partes interessadas e, com isso, manter sua reputação no mercado, o que pode afetar a persistência de seus lucros.

Enquanto a transparência e a responsabilidade corporativas são relevantes para os *stakeholders*, a qualidade dos lucros é capaz de fornecer informações úteis sobre o desempenho das empresas (Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Uma das formas de analisá-la é por meio da persistência dos lucros, relacionada à utilidade das informações dos lucros aos seus diferentes usuários (Schipper & Vicent, 2003). A capacidade dos lucros em anunciar com precisão o valor

intrínseco das empresas é importante tanto para sua avaliação de modo geral, como para os profissionais do mercado (Dechow & Schrand, 2004; Dichev et al., 2013).

A relação entre o desempenho financeiro, incluindo a qualidade dos lucros, e o desempenho de comportamentos socialmente responsáveis foi amplamente explorada na literatura de contabilidade e finanças (Huang & Watson, 2015). Estudos relatam que empresas com foco no desempenho ESG são menos propensas a se envolver em gerenciamento de resultados (Kim, Park, & Wier, 2012), apresentam melhor desempenho financeiro e de mercado, bem como, menor custo de capital (Dhaliwal et al., 2011; Ghoul, Guedhami, Kwoke, & Mishra, 2011; Goss & Roberts, 2011; Ng & Rezaee, 2015).

Quanto à persistência dos lucros, abordou-se anteriormente que as organizações mais envolvidas na comunicação de suas práticas ESG apresentam um crescimento de suas receitas mais estáveis. Ainda, que tais organizações apresentam menor volatilidade negativa e um lucro de maior qualidade, quando comparadas àquelas com um nível de engajamento ESG menor. Com base nesse pressuposto, há, Sibghatullah, Chae, e Aldeehani (2020) identificaram que o alto nível de divulgação ambiental e social se relaciona positivamente com a persistência dos lucros de empresas malaias.

Além disso, pressupõe-se que a integração de comportamentos socialmente responsáveis às missões e culturas corporativas, bem como aos modelos de negócios e planejamentos estratégicos afetem a qualidade dos resultados das organizações (Rezaee, 2016). Nesse sentido, identificou-se uma relação positiva entre o desempenho sustentável e a qualidade dos ganhos, mensurada por diversas métricas, dentre elas a persistência dos lucros e, ainda, que os fluxos de caixa futuros são mais previsíveis (Rezaee, Dou, & Zhang, 2020; Jia & Li, 2021).

No Brasil, o comportamento socialmente responsável praticado pelas empresas ainda apresenta impactos divergentes no contexto do mercado de capitais. Por exemplo, constatou-se que empresas com investimentos maiores em questões sociais apresentam menores retornos aos seus acionistas (Salgado, Silva, & Cunha, 2013). Destaca-se ainda que, em tempos de crise, não foram encontradas diferenças no desempenho financeiro em empresas engajadas socialmente, quando comparadas àquelas não engajadas (Freguete, Nossa, & Funchal, 2015). Evidenciou-se, também, que a inclusão de empresas brasileiras no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) ocasionou retornos anormais positivos (Martins, Bressan, & Takamatsu, 2015). No entanto, constatou-se que o fato de empresas estarem listadas no *ranking Global 100* não impactou de forma alguma os retornos anormais acumulados das ações (Silva & Calado, 2020).

No que tange à temática da persistência dos lucros, Medeiros e Mol (2017) observaram que os níveis de responsabilidade social impactavam positivamente a persistência do desempenho superior de companhias brasileiras de capital aberto (Medeiros & Mol, 2017). No entanto, a literatura tem considerado os níveis de comportamentos socialmente responsáveis como uma parcela única de desempenho. No entanto, segundo Jia e Li (2021) e Lys, Naughton e Wang (2015), o desempenho socialmente responsável pode ser dividido em duas vertentes: esperado e inesperado. Nesse sentido, este estudo se concentra na parte inesperada do desempenho ESG, visto que na concepção dos autores, o desempenho inesperado em relação às práticas ESG tende a atrair maior atenção dos *stakeholders*. Portanto, se uma empresa apresentar um desempenho inesperadamente bom (ruim), ela será recompensada (punida) por seus *stakeholders* (Jia & Li, 2021). Este é o diferencial deste artigo em relação à literatura sobre ESG e persistência dos lucros em âmbito nacional, pois os estudos anteriores não observaram a parcela inesperada do desempenho ESG ao analisar seu efeito sobre a persistência dos ganhos.

Assim, é possível destacar a importância dos lucros financeiros para os investidores, bem como que a qualidade dos lucros e os indicadores de desempenho não financeiros são capazes de afetar o preço das ações, de modo que cause efeitos no desempenho das empresas

(Dechow, Sloan, & Zha, 2014). No entanto, ainda há divergências quanto aos efeitos causados pelo desempenho ESG no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, considerando o contexto apresentado, esta pesquisa tem como objetivo **investigar a relação entre o desempenho ESG inesperado e a persistência dos lucros no contexto brasileiro**.

A premissa suportada por este artigo é a de que o contexto social mais crítico existente atualmente faz com que investidores e demais *stakeholders* visem empresas preocupadas com outros interesses, além de seu desempenho financeiro. Com isso, o engajamento em práticas ESG pode ocasionar transparência e confiança por parte das empresas, de modo que afete a persistência de seus lucros.

Como contribuições, espera-se que os resultados da pesquisa auxiliem, principalmente, as empresas brasileiras no processo de tomada de decisão quanto aos investimentos em práticas ambientais, sociais e de governança, uma vez que elas poderão levar em consideração os potenciais benefícios de tais práticas no mercado financeiro. Além do mais, à medida que o investimento social ganha força no mercado, as investigações nesse contexto são de interesse para os *stakeholders* interessados em comportamentos socialmente responsáveis. Com isso, esta pesquisa pretende contribuir empiricamente com a discussão não apenas dos impactos das práticas ESG para o desempenho financeiro das empresas, como também sua influência na persistência de seus lucros.

2 ANTECEDENTES TEÓRICOS E HIPÓTESE DE PESQUISA

No contexto da qualidade dos lucros, têm-se a persistência como uma de suas *proxies*, definida como a ocorrência constante dos lucros (Lev, 1983). Essa constância é considerada positiva para a qualidade do lucro contábil, uma vez que lucros não aleatórios são considerados mais úteis na avaliação das organizações (Kolozvari & Macedo, 2016). É conceituada também como a capacidade de lucros defasados estimarem lucros correntes (Dechow et al., 2010). Possibilita a previsão e avaliação de resultados futuros, bem como a verificação da constância de resultados contábeis ao longo de períodos correntes e, ainda, sua continuidade em períodos seguintes (Paulo & Martins, 2007).

Alguns fatores são associados diretamente com a persistência dos lucros das organizações, dentre eles o tamanho e a idade da empresa, concorrência de mercado, aversão ao risco, bem como a qualidade da auditoria. Tais fatores são afetados por aspectos monetários, como custos de propriedade ou de divulgação. No entanto, há ainda fatores que decorrem de aspectos não financeiros, como o engajamento em práticas ambientais e sociais que devem ser considerados nesse contexto (Ha et al., 2020).

O debate envolvendo o retorno de tais práticas tem se tornado emergente em todo o mundo. Assim, há tempos que a literatura argumenta que o investimento socialmente responsável proporciona retornos financeiros superiores aos *stakeholders* (Moskowitz, 1972). Dessa forma, inúmeros estudos se empenharam em investigar se práticas ESG e o desempenho financeiro possuíam uma relação positiva (El Ghoul et al., 2011; Dhaliwal et al., 2011; Ng e Rezaee, 2015; Velte, 2017; Peng & Isa, 2020). Ao se tratar da relação entre comportamentos socialmente responsáveis, sendo nesta pesquisa considerado como o engajamento em práticas sociais e ambientais, e a persistência dos lucros, salienta-se a visão da Teoria da Sinalização. Com base nesta teoria, presume-se que o relato de práticas socialmente responsáveis desenvolvidas pelas empresas têm como objetivo diferenciá-las das demais empresas e, desse modo, incentivar a divulgação de desempenhos ESG superiores (Milgrom, 1981; Verrecchia, 1983; Ng & Rezaee, 2015).

Rezzae, Dou e Zhang (2019) destacam que as empresas podem se comprometer a divulgar seus desempenhos superiores em práticas ESG por inúmeros motivos, como a

construção de uma relação melhor com suas partes interessadas, bem como melhorar a reputação de sua marca e seus produtos, de modo que a qualidade de seus lucros seja afetada. De modo geral, a Teoria da Sinalização sugere que as empresas devem estender seu foco para além da maximização de seus retornos financeiros e, assim, aumentar seu envolvimento com práticas capazes de beneficiar a sociedade e o meio ambiente.

Assim, entende-se que o investimento em práticas ESG tem como objetivo causar impactos positivos na sociedade, de modo que sejam refletidos nas organizações. Com isso, um número significante de empresas passou a declarar voluntariamente seu compromisso com tais questões, tornando o investimento ESG globalmente importante (Daugaard, 2020). Desse modo, vários estudos analisaram os efeitos do engajamento em tais práticas no desempenho financeiro das organizações.

Ao utilizar uma estrutura de avaliação generalizada inspirada em um modelo de Ohlson, Gregory, Whittaker e Yan (2016) constataram que o desempenho social corporativo (DSC), mensurado por dados KLD[i], é relevante para o valor das organizações e, particularmente, está associado a um coeficiente de lucro mais alto. Os autores explicam tais resultados pelo fato de os maiores efeitos multiplicadores dos lucros estarem atribuídos, em parte, à associação entre o DSC e um menor custo de capital. No entanto, esses efeitos se relacionaram, principalmente, com os efeitos da indústria. Assim, ao ajustar os efeitos dos setores, eles identificam que os maiores impactos de comportamentos socialmente responsáveis no valor das organizações ocorre pelo fato de o DSC estar associado a uma maior persistência de lucros anormais.

Hsu et al. (2017) presumiram que a responsabilidade social corporativa (RSC), mensurada por dados KLD, podia ser um indicativo de ética e integridade gerencial. Assim, investigaram se os investidores e analistas consideravam o desempenho de RSC na avaliação de lucros reais e previstos divulgados pelas empresas. Corroborando estudos anteriores (Koh & Tong, 2013; Jayachandran et al., 2013), os autores identificaram que apenas o desempenho adverso de RSC afetava a qualidade de divulgação das empresas analisadas, bem como a persistência de seus lucros.

Alipur et al. (2019) analisaram a associação entre a qualidade da divulgação ambiental corporativa e a qualidade dos resultados de empresas iranianas, sendo esta mensurada pela persistência dos lucros e pela qualidade dos *accruals*. Esses autores partiram do pressuposto de que a divulgação de suas práticas ambientais seria realizada como um requisito ético da organização e, assim, aumentaria a qualidade de seus relatórios financeiros. No entanto, seus achados indicaram que não havia uma relação significativa entre a divulgação ambiental corporativa e a persistência dos lucros das empresas analisadas.

Jia e Li (2021), usando dados de empresas australianas, no período de 2012 a 2018, identificaram que um melhor desempenho em sustentabilidade se relacionava a uma melhor qualidade dos lucros e vice e versa. Seus achados indicaram que a sustentabilidade corporativa, mensurada pelo desempenho de suas práticas sociais e ambientais, estava positivamente relacionada à persistência dos lucros e, ainda, afetava positivamente a relação entre lucros atuais e os fluxos de caixa futuros.

No contexto nacional, destaca-se o estudo de Medeiros e Mol (2017), que investigou se a persistência de desempenho superior de empresas de capital aberto brasileiras, segregadas por setor, podia ser atribuída à tangibilidade, à intangibilidade, aos níveis de governança corporativa e ao grau de responsabilidade social das companhias, no período de 2008 a 2014. Quanto aos níveis de responsabilidade social, os autores constataram que estes se relacionavam positivamente com a persistência do desempenho superior das empresas analisadas.

Para investigar a relação entre desempenho ESG e persistência dos lucros, destacam-se dois argumentos que suportam a relação positiva prevista. Primeiramente, ao considerarmos

que o desempenho ESG das empresas tem como motivação principal comportamentos éticos, pode-se esperar que a qualidade de seus lucros se mostre superior à qualidade dos lucros daquelas empresas com desempenho ESG inferior (Hong e Andersen, 2011; Kim et al., 2012). Em segundo lugar, caso o desempenho ESG tenha a reputação das empresas como fator motivacional, seja para reforçar uma reputação existente ou para repará-la (Minor e Morgan, 2011; Barrage et al., 2014), as organizações seriam menos propensas a utilizar estratégias capazes de reduzir a qualidade de seus lucros, visto que isso poderia ocasionar uma ameaça adicional à sua reputação (Kim et al., 2012).

Com base na literatura anterior, constatou-se que os lucros têm maior persistência em empresas com desempenho ESG mais elevado. Nesta pesquisa, este desempenho é considerado como a parcela inesperada das práticas sociais e ambientais das empresas analisadas, conforme o *score* de seus pilares na base de dados *Refinitiv Eikon*. Nesse sentido, busca-se testar, no contexto brasileiro, a seguinte hipótese de pesquisa:

H_1: O desempenho ESG inesperado de empresas brasileiras se relaciona positivamente com a persistência de seus lucros.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população do estudo compreendeu todas as empresas não financeiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) no período de 2014 a 2019. A amostra foi delimitada pela exclusão das empresas que não apresentaram todas as informações em relação às variáveis e ao período analisado, com exceção das informações de ESG, em que as empresas que não continham essas informações foram mantidas visando compor um grupo de controle. Com isso, a amostra do estudo correspondeu a 205 empresas. A Tabela 1 apresenta a amostra da pesquisa subdividindo as empresas entre as que publicam informações ESG e as que não publicam, por ano de análise (Painel A) e por setores econômicos (Painel B).

Tabela 1 Amostra da pesquisa

Painel A: Empresas com e sem *score* ESG ambiental e social por ano				
Ano	**Com ESG**	**% Empresas**	**Sem ESG**	**% Empresas**
2014	69	33,7	136	66,3
2015	71	34,6	134	65,4
2016	71	34,6	134	65,4
2017	71	34,6	134	65,4
2018	75	36,6	130	63,4
2019	79	38,5	126	61,5
Painel B: Empresas por setores econômicos classificados pelo GICS				
Setor			**Empresas**	**%**
Consumo Básico			17	8,3
Consumo Discricionário			52	25,4
Energia			8	3,9
Imobiliário			16	7,8
Industrial			35	17,1
Materiais			24	11,7
Saúde			7	3,4
Serviços de Telecomunicações			5	2,4
Serviços de Utilidade Pública			37	18,0
Tecnologia da Informação			4	2,0
Total			**205**	**100,0**

ESG: *Environmental, Social and Governance*; GICS: *Global Industry Classification Standard*.
Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com o Painel A da Tabela 1, é notório um pequeno crescimento no número de empresas que divulgam informações acerca de suas práticas de ESG, partindo de 69 empresas em 2014 para 79 em 2019 – um crescimento próximo a 5% em relação à amostra total. Em relação ao setor de atuação, os mais representativos na amostra englobam os setores de consumo discricionário (25,4%), serviços de utilidade pública (18,0%) e industrial (17,1%).

A Tabela 2 apresenta as variáveis que compõem o construto do desempenho ESG inesperado. O *score* das práticas ESG (ESG_{it}) foi extraído da base de dados *Refinitiv Eikon*® e, nesse estudo, contempla dois pilares e suas respectivas subcategorias: (i) Pilar Ambiental: uso de recursos, emissões e inovação e (ii) Pilar Social: relações com a força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto. Conforme Jia e Li (2021), o pilar de Governança, que contempla as subcategorias de gestão, acionistas e estratégias de responsabilidade social corporativa, não é utilizado para o cálculo do *score* utilizado como variável dependente, mas como variável de controle, principalmente por ser considerado como um fator influenciador dos outros pilares da ESG. De modo geral, as pontuações para as práticas de ESG são normalizadas em porcentagens que variam de 0 a 100. Quanto mais próximo a 100 for a pontuação de determinada empresa, maior o seu nível de engajamento em práticas ESG em determinado pilar.

As variáveis independentes correspondem a controles de possíveis impactos sobre o desempenho ESG das empresas. Empresas com maior experiência em divulgação de práticas ESG (A_ESG_{it}) tendem a oferecer melhor desempenho em sustentabilidade corporativa (Jia & Li, 2021), assim como empresas maiores (TAM_{it}) (Jia & Li, 2021; Gallo & Christensen, 2011). Empresas com maior alavancagem (ALA_{it}) ou com incorrência em maiores despesas de capital (DC_{it}) apresentam recursos mais escassos que podem direcionar para menores investimentos em práticas ESG (Jia & Li, 2021; Arora & Dharwadkar, 2011).

Tabela 2 Construto para desempenho ESG inesperado

Variáveis	Descrição	Operacionalização	Autores
Variável dependente			
Environmental, Social and Governance (ESG_{it})	Pilares de ESG direcionados ao desempenho social e ambiental.	Média dos *scores* correspondentes ao pilar social e ambiental.	Jia e Li (2021)
Variáveis independentes			
Anos de divulgação de práticas de ESG (A_ESG_{it})	Número de anos de divulgação de práticas ESG.	Número de anos de divulgação de práticas ESG das empresas, desde a sua primeira divulgação.	Jia e Li (2021)
Comitê de ESG (C_ESG_{it})	Adoção de comitê direcionado para práticas ESG.	Variável *dummy*, atribuindo-se 1 para empresas com comitê de ESG no período e 0, caso contrário.	Jia e Li (2021)
Qualidade da Governança Corporativa (GC_{it})	Pilar de ESG direcionado para governança corporativa.	*Score* correspondente ao pilar de governança corporativa das práticas de ESG.	Jia e Li (2021)
Tamanho (TAM_{it})	Logaritmo natural (LN) do ativo total.	LN do ativo total.	Jia e Li (2021); Gallo e Christensen (2011)
Rentabilidade sobre o ativo (ROA_{it})	Retorno sobre o ativo.	$\frac{Lucro\ Líquido\ antes\ dos\ Impostos}{Ativo\ Total}$	Jia e Li (2021); Arora e Dharwadkar (2011)

Market-to-Book (MTB_{it})	Relação entre o valor de mercado da empresa e seu valor contábil.	$\frac{Valor\ de\ Mercado}{Valor\ Contábil}$	Jia e Li (2021); Clarkson et al. (2008)
Alavancagem (ALA_{it})	Participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa.	$\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	Jia e Li (2021); Arora e Dharwadkar (2011)
Despesas de capital (DC_{it})	Incorrência das empresas em despesas de capital.	$\frac{Despesas\ de\ Capital}{Ativo\ Total}$	Jia e Li (2021); Arora e Dharwadkar (2011)

ESG: *Environmental, Social and Governance*; LN: logaritmo natural; EBIT: *Earnings Before Interest and Taxes*.
Fonte: Elaborado pelos autores.

As empresas que apresentam maior relação entre o valor de mercado e o valor contábil (MTB_{it}), normalmente, investem menos em sustentabilidade corporativa, por manterem projetos mais rentáveis à espera dos possíveis investimentos (Jia & Li, 2021). Em consonância com estudos anteriores (Jia & Li, 2021; Jain & Jamali, 2016; Rankin, Windsor, Wahyuni, 2011), adicionou-se ao modelo duas variáveis para controle de governança corporativa: presença de comitês para assuntos sobre ESG (C_ESG_{it}) e qualidade da governança corporativa (GC_{it}). De modo geral, espera-se que o nível de governança corporativa das empresas influencie positivamente os demais pilares das práticas ESG (ambiental e social) (Jia & Li, 2021).

A operacionalização das variáveis apresentadas na Tabela 2 se deu por meio de regressão linear múltipla (*Ordinary Least Squares* – OLS) com efeitos fixos de setor e ano, de acordo com Jia e Li (2021). A Equação 1 sintetiza tal modelo.

(1)

$$ESG_{it} = \alpha_0 + \beta_1 A_ESG_{it} + \beta_2 C_ESG_{it} + \beta_3 GC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 ALA_{it} + \beta_8 DC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em consonância com Jia e Li (2021) e Lys et al. (2015), o erro da regressão (Equação 1) é utilizado como *proxy* para o desempenho ESG inesperado (IN_ESG_{it}).

Para testar a hipótese de pesquisa, operacionalizou-se a Equação 2, adotando os pressupostos para regressão OLS e controle de efeitos fixos de setor e ano.

(2)

$$EBIT_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 IN_ESG_{it} + \beta_2 EBIT_{it} + \boldsymbol{\beta_3 IN_ESG_{it} * EBIT_{it}} + \beta_4 VOLT_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ACC_{it} + \beta_8 CRES_{it} + \beta_9 PER_{it} + \sum efeito_fixo_setor_{it} + \sum efeito_fixo_ano_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:
$EBIT_{it+1}$ = lucro líquido antes dos itens extraordinários da empresa *i* no período *t+1*, escalonado pelo ativo total da empresa *i* do período *t*.
IN_ESG_{it} = desempenho inesperado das práticas de ESG da empresa *i* no período *t*, obtido a partir do resíduo da Equação 1.
$EBIT_{it}$ = lucro líquido antes dos itens extraordinários da empresa *i* no período *t*, escalonado pelo ativo total da empresa *i* do período *t-1*.

$VOLT_{it}$ = volatilidade dos lucros, medida pelo desvio padrão do lucro líquido antes dos itens extraordinários dos últimos três anos da empresa *i*, escalonados pelo ativo total da empresa *i* no período *t-1*.
ACC_{it} = *accruals*, sendo lucro líquido antes dos itens extraordinários menos fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t* escalonado pelo ativo total da empresa *i* no período *t*.
$CRES_{it}$ = crescimento das vendas da empresa *i* no período *t* em relação ao período *t-1*.
$PERD_{it}$ = variável *dummy* para perdas, sendo 1 para empresas com EBIT negativo no período e 0 caso contrário.

A utilização do EBIT como *proxy* para o modelo de persistência acompanha estudos anteriores (Jia & Li, 2021; Lunardi, Barbosa, & Cunha, 2019) e está alinhada com a percepção de que os valores apresentados como lucro operacional são mais úteis aos investidores (Dechow & Skinner, 2000). De acordo com Dechow e Skinner (2000), os resultados tendem a se modificar por consequência do regime de competência, que diminui as flutuações no fluxo de caixa das empresas, sendo assim, os valores oriundos do resultado das empresas apresentam maior utilidade para os investidores do que o fluxo de caixa operacional do período corrente.

De modo geral, um coeficiente positivo e significativo para β_3 na Equação 2 suporta uma relação positiva entre o desempenho ESG inesperado e a persistência dos lucros. Em relação aos pressupostos das regressões, destaca-se que: (i) a presença de multicolinearidade é observada a partir do teste *Variance Inflator Factor* (VIF); (ii) a autocorrelação dos resíduos foi testada por meio do teste *Durbin Watson*; e (iii) critérios sobre a normalidade dos dados foram relaxados em decorrência do número de observações utilizadas. Os valores relativos aos testes VIF e *Durbin Watson*, correspondentes a cada modelo de análise, são apresentados nas respectivas tabelas de resultados.

Em uma primeira linha de testes de robustez, analisou-se a relação entre os *scores* dos pilares social e ambiental com a persistência dos lucros. Para isso, operacionalizou-se a Equação 1 com a variável dependente (ESG_{it}) correspondente a cada *score* de modo individualizado. Os resíduos obtidos nesse processo são utilizados no modelo principal (Equação 2) para testar os resultados da análise principal. Posteriormente, em uma segunda linha de testes, verificou-se a relação direta entre os *scores* dos pilares social e ambiental (desempenho esperado) e a persistência dos lucros.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 3 contém a análise descritiva das variáveis, em seu Painel A encontram-se as variáveis referentes à Equação 1, utilizadas para o cálculo do ESG inesperado. Os pilares de ESG são estruturados em uma escala de 0 a 100 pontos, sendo assim, nota-se uma ampla variabilidade no desempenho ESG das empresas analisadas (ESG_{it}), contendo empresas com pontuação zerada até empresas com 92,09 pontos, correspondendo a um desvio padrão de 26,89 pontos. Quanto à divulgação de informações sustentáveis, as empresas da amostra possuem, em média, 2,44 anos de experiência, sendo um pouco acima da metade da experiência (4,04) constatada nas empresas australianas analisadas por Jia e Li (2021). Além disso, a pontuação média da qualidade da governança corporativa (18,02) demonstra que as empresas brasileiras possuem uma governança corporativa menos estruturada, quando comparadas às empresas australianas, que apresentam índices com uma pontuação média de 61,82.

O Painel B da Tabela 3 apresenta as variáveis constantes na Equação 2, no qual pode-se observar que, conforme sua mediana, o desempenho inesperado das práticas ESG de empresas brasileiras é, de modo geral, negativo. Por fim, destaca-se que 20% das empresas

constantes na amostra possuem um comitê direcionado para tratar das práticas ESG desenvolvidas.

Tabela 3 – Estatística descritiva

Painel A – Variáveis dependente e independentes da Equação 1							
Variáveis	**Média**	**Desvio Padrão**	**Percentil 25**	**Mediana**	**Percentil 75**	**Mínimo**	**Máximo**
ESG_{it}	16,93	26,89	0,00	0,00	34,05	0,00	92,09
A_ESG_{it}	2,44	3,66	0,00	0,00	5,00	0,00	18,00
GC_{it}	18,02	27,00	0,00	0,00	38,00	0,00	91,00
TAM_{it}	21,82	1,81	20,56	21,94	23,03	17,52	25,92
ROA_{it}	0,00	0,15	-0,02	0,03	0,07	-0,87	0,28
MTB_{it}	1,63	2,07	0,41	1,04	2,03	-1,43	10,43
ALA_{it}	0,78	0,68	0,47	0,62	0,79	0,11	4,23
DC_{it}	-0,03	0,03	-0,04	-0,02	-0,00	-0,16	0,00
Frequência da variável *dummy* da Equação 1 com base no total de 1.230 observações							
						N	**%**
C_ESG_{it}						246	20,00
Painel B – Variáveis dependente e independentes da Equação 2							
Variáveis	**Média**	**Desvio Padrão**	**Percentil 25**	**Mediana**	**Percentil 75**	**Mínimo**	**Máximo**
$EBIT_{it+1}$	0,002	0,174	-0,606	0,025	0,072	-0,606	0,331
$EBIT_{it}$	0,002	0,175	-0,024	0,024	0,068	-0,606	0,304
IN_ESG_{it}	0,000	10,266	-4,687	-0,416	3,951	-27,815	31,225
$VOLT_{it}$	0,060	0,122	0,014	0,027	0,056	17,528	25,925
ACC_{it}	-0,068	0,185	-0,098	-0,043	-0,002	0,001	0,601
$CRES_{it}$	0,572	11,459	-0,064	0,050	0,144	-0,795	2,676
Frequência da variável *dummy* da Equação 2 com base no total de 1.230 observações							
						N	**%**
$PERD_{it}$						400	32,52

ESG_{it}: *Environmental, Social and Governance*. A_ESG_{it}: anos de divulgação de práticas ESG. GC_{it}: *score* de governança corporativa. TAM_{it}: tamanho. ROA_{it}: rentabilidade sobre o ativo. MTB_{it}: *Market-to-book*. ALA_{it}: alavancagem. DC_{it}: despesas de capital. C_ESG_{it}: comitê de ESG. $EBIT_{it+1}$: lucro antes dos itens extraordinários em t+1. $EBIT_{it}$: lucro antes dos itens extraordinários. IN_ESG_{it}: desempenho inesperado das práticas ESG, resíduo da Equação 1. $VOLT_{it}$: volatilidade dos lucros. ACC_{it}: *accruals*. $CRES_{it}$: crescimento das vendas. $PERD_{it}$: *dummy* para perdas.
Fonte: dados da pesquisa.

4.1 Análise da relação entre Desempenho em ESG e Persistência dos Lucros

A operacionalização da Equação 1 gerou a *proxy* para o desempenho inesperado das práticas ESG das empresas analisadas. Para isso foram incluídas variáveis que possuem potencial de afetar tal desempenho. Os resíduos desta equação foram utilizados no teste da hipótese desta pesquisa. A Tabela 4 apresenta os resultados da Equação 1.

Tabela 4 – Desempenho ESG inesperado

	Variável Dependente: ESG_{it}	
	Coeficiente	**Estatística *t***
Constante	-48,149***	-8,53
A_ESG_{it}	2,328***	12,65
C_ESG_{it}	21,086***	19,15
GC_{it}	0,246***	10,39
TAM_{it}	2,175***	8,79

ROA_{it}	3,607	1,46
MTB_{it}	0,399**	2,47
ALA_{it}	1,120**	1,96
DC_{it}	-23,261**	-2,31
Significância	0,000***	
R^2	85,43	
EF Ano	Sim	
EF Setor	Sim	
Observações	1.230	

***, **, *: significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.
EF: efeito fixo. VIF: *variance inflator factor*. DW: *Durbin Watson*. ESG_{it}: *Environmental, Social and Governance*. A_ESG_{it}: anos de divulgação de práticas ESG. C_ESG_{it}: Comitê de ESG. GC_{it}: *score* de governança corporativa. TAM_{it}: tamanho. ROA_{it}: rentabilidade sobre o ativo. MTB_{it}: *Market-to-book*. ALA_{it}: alavancagem. DC_{it}: despesas de capital.
Fonte: Dados da pesquisa.

O modelo referente à Equação 1 possui um poder explicativo de 85,43%. Seus resultados mostraram-se consistentes com a literatura anterior ao constatar que o tamanho da empresa (TAM_{it}) (Jia & Li, 2021; Gallo & Christensen, 2011), bem como sua experiência em divulgação de práticas ESG (A_ESG_{it}) (Jia & Li, 2021) estão positivamente relacionados com o desempenho ESG das empresas analisadas. Além disso, as variáveis incluídas para o controle de governança corporativa (C_ESG_{it}) (GC_{it}) também influenciam positivamente o desempenho ESG de empresas brasileiras, assim como constatado anteriormente (Jia & Li, 2021). Posteriormente, a Tabela 5 expõe os efeitos do desempenho ESG inesperado na persistência dos lucros das empresas brasileiras.

Corroborando o estudo de Jia e Li (2021), os resultados demonstram que as empresas brasileiras com maior desempenho inesperado de ESG apresentam lucros mais persistentes. No entanto, esse efeito pode ser considerado apenas marginal, pois embora tenha se constatado uma relação positiva e significativa, ao nível de 1%, na interação realizada entre os lucros antes dos itens extraordinários no ano corrente e o desempenho ESG inesperado ($EBIT_{it}$*IN_ESG_{it}) e os lucros futuros ($EBIT_{t+1}$), o coeficiente foi de apenas 0,007. Em termos econômicos, por exemplo, para uma empresa sem score ESG com EBIT de 0,10, a taxa média do desempenho inesperado de ESG (média IN_ESG Tabela 3) implica em um aumento no $EBIT_{t+1}$ de apenas 0,02 (0,213 x 0,10 + 0,007 x 0,10 x 0,0001).

Tabela 5 – Desempenho ESG inesperado e a persistência dos lucros

	Variável Dependente: $EBIT_{it+1}$	
	Coeficiente	**Estatística *t***
Constante	-0,037	-0,57
$EBIT_{it}$	**0,213*** **	**4,19**
IN_ESG_{it}	-0,000	-1,46
$EBIT_{it}$*IN_ESG_{it}	**0,007*** **	**2,61**
$VOLT_{it}$	-0,142***	-3,83
TAM_{it}	0,000	0,22
ROA_{it}	0,196***	3,45
ACC_{it}	-0,050	-1,26
$CRES_{it}$	0,000	0,61

$PERD_{it}$	-0,061***	-5,34
Significância	0,000***	
R^2	30,42	
EF Ano	Sim	
EF Setor	Sim	
VIF Máximo	6,80	
DW	2,21	
Observações	1.230	

***, **, *: significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.
EF: efeito fixo. VIF: *variance inflator factor*. DW: *Durbin Watson*. $EBIT_{it+1}$: lucro antes dos itens extraordinários em t+1. $EBIT_{it}$: lucro antes dos itens extraordinários. IN_ESG_{it}: desempenho inesperado das práticas ESG, resíduo da Equação 1. $VOLT_{it}$: volatilidade dos lucros. TAM_{it}: tamanho. ROA_{it}: rentabilidade sobre o ativo. ACC_{it}: *accruals*. $CRES_{it}$: crescimento das vendas. $PERD_{it}$: *dummy* para perdas.
Fonte: dados da pesquisa.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho (TAM_{it}), o retorno sobre o ativo (ROA_{it}), perdas ($PERD_{it}$) e os lucros antes dos itens extraordinários do ano corrente ($EBIT_{it}$) mostraram-se consistentes com o esperado, bem como com a literatura anterior (Jia e Li, 2021), e apresentaram uma relação positiva e significativa com os lucros futuros.

4.2 Testes de robustez

Com a finalidade de adicionar robustez aos resultados evidenciados na análise principal, duas linhas de testes de robustez foram adotadas: (i) análise da persistência dos lucros em relação a cada pilar ESG como *score* para a obtenção do desempenho inesperado; e (ii) análise da relação entre o desempenho ESG esperado, mensurado pelos *scores* dos pilares social e ambiental, e a persistência dos lucros.

A Tabela 6 apresenta os resultados acerca do desempenho ESG inesperado para cada pilar: social, ambiental e de governança corporativa. Os achados demonstram que os desempenhos social e ambiental possuem uma relação positiva e significativa, ao nível de 5% e 1%, respectivamente, com a persistência dos lucros de empresas brasileiras, embora seu efeito possa ser considerado apenas marginal, em função dos coeficientes (0,004 e 0,008, respectivamente), assim como já observado para o índice agregado. Em relação ao pilar da GC, nem o efeito marginal foi observado, o que permite inferir que, em termos de persistência dos lucros, os pilares ambiental e social são mais significativos do que o pilar de GC.

Tabela 6 – Desempenho inesperado dos pilares social, ambiental e de governança corporativa e a persistência dos lucros

	Pilar Social		**Pilar Ambiental**		**Pilar de Governança Corporativa**	
	Variável Dependente: $EBIT_{it+1}$		**Variável Dependente: $EBIT_{it+1}$**		**Variável Dependente: $EBIT_{it+1}$**	
	Coeficiente	**Estatística *t***	**Coeficiente**	**Estatística *t***	**Coeficiente**	**Estatística *t***
Constante	-0,046	-0,71	-0,029	-0,46	-0,059	-0,93
$EBIT_{it}$	**0,219*** **	**4,31**	**0,206*** **	**4,07**	**0,229*** **	**4,50**
IN_ESG_{it}	-0,000	-1,15	-0,000	-1,59	0,000	0,93
$EBIT_{it}$*IN_ESG_{it}	**0,004***	**1,77**	**0,008*** **	**3,23**	-0,004	-1,54

$VOLT_{it}$	-0,147***	-3,94	-0,139***	-3,76	-0,148***	-3,99
TAM_{it}	0,000	0,32	0,000	0,15	0,001	0,51
ROA_{it}	0,192***	3,37	0,198***	3,49	0,179***	3,16
ACC_{it}	-0,055	-1,40	-0,046	-1,15	-0,061	-1,54
$CRES_{it}$	0,000	0,52	0,000	0,68	0,000	0,22
$PERD_{it}$	-0,061***	-5,34	-0,061***	-5,37	-0,063***	-5,48
Significância	0,000***		0,000***		0,000***	
R^2	30,19		30,63		30,13	
EF Ano	Sim		Sim		Sim	
EF Setor	Sim		Sim		Sim	
VIF Máximo	6,80		6,79		6,79	
DW	2,22		2,21		2,22	
Observações	1.230		1.230		1.230	

***, **, *: significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.
EF: efeito fixo. VIF: *variance inflator factor*. DW: *Durbin Watson*. $EBIT_{it+1}$: lucro antes dos itens extraordinários em t+1. $EBIT_{it}$: lucro antes dos itens extraordinários. IN_ESG_{it}: desempenho inesperado das práticas ESG, resíduo da Equação 1. $VOLT_{it}$: volatilidade dos lucros. TAM_{it}: tamanho. ROA_{it}: rentabilidade sobre o ativo. ACC_{it}: *accruals*. $CRES_{it}$: crescimento das vendas. $PERD_{it}$: *dummy* para perdas.
Fonte: dados da pesquisa.

Por fim, na Tabela 7 são apresentados os resultados da relação entre o *score* dos pilares social e ambiental esperado e a persistência dos lucros. Tais resultados indicam que o desempenho ESG esperado se relaciona negativa e significativamente, ao nível de 1%, com a persistência dos lucros de empresas brasileiras. Assim, esses resultados proporcionam uma garantia adicional de que os achados da análise principal desta pesquisa não foram motivados pela parte esperada do desempenho de práticas ESG das empresas analisadas.

Com base nos resultados encontrados, nota-se que dentre os três pilares ESG, aqueles referentes às práticas sociais e ambientais impactam na persistência dos lucros das empresas brasileiras. Além disso, constatamos que empresas maiores e com mais experiência em divulgar tais práticas tendem a oferecer melhor desempenho ESG, corroborando, assim, estudos anteriores que investigaram essa relação no contexto australiano (Jia & Li, 2021; Gallo & Christensen, 2011).

Desse modo, os achados desta pesquisa, relacionados ao desempenho ESG das empresas brasileiras, contribuem com a literatura ao demonstrar que o investimento em práticas sociais e ambientais estão positivamente associados à persistência dos lucros dessas organizações. Não se rejeita, assim, a predição realizada na hipótese desta pesquisa.

Tabela 7 – *Scores* social e ambiental e a persistência dos lucros

	Variável Dependente: $EBIT_{it+1}$	
	Coeficiente	**Estatística *t***
Constante	-0,056	-0,87
$EBIT_{it}$	**0,275*** **	**5,27**
ESG_{it}	0,000	1,02
$EBIT_{it}$*ESG_{it}	**-0,004*** **	**-3,78**
$VOLT_{it}$	-0,140***	-3,80
TAM_{it}	0,000	0,33

ROA_{it}	0,190***	3,36
ACC_{it}	-0,048	-1,21
$CRES_{it}$	0,000	0,25
$PERD_{it}$	-0,061***	-5,35
Significância	0,000***	
R^2	30,84	
EF Ano	Sim	
EF Setor	Sim	
VIF Máximo	6,77	
DW	2,21	
Observações	1.230	

***, **, *: significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.
EF: efeito fixo. VIF: *variance inflator factor*. DW: *Durbin Watson*. $EBIT_{it+1}$: lucro antes dos itens extraordinários em t+1. $EBIT_{it}$: lucro antes dos itens extraordinários. ESG_{it}: *score* das práticas social e ambiental de ESG. $VOLT_{it}$: volatilidade dos lucros. TAM_{it}: tamanho. ROA_{it}: rentabilidade sobre o ativo. ACC_{it}: *accruals*. $CRES_{it}$: crescimento das vendas. $PERD_{it}$: *dummy* para perdas.
Fonte: dados da pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo investigar a relação entre o desempenho ESG e a persistência dos lucros no contexto brasileiro. Para isso, elaborou-se uma pesquisa com uma amostra de 205 empresas brasileiras listadas na B3, durante os anos 2014 a 2019, o que gerou um total de 1.230 observações.

Com base na pesquisa realizada, conclui-se que empresas com melhor desempenho inesperado de suas práticas ESG tendem a ter lucros mais persistentes, não se rejeita, portanto, a hipótese H_1. Além disso, realizou-se duas análises complementares. Primeiramente, a relação entre os scores dos pilares social, ambiental e de governança corporativa mostrou que apenas os dois primeiros são significativamente relacionados com a persistência dos lucros. Uma possível explicação para este resultado reside no fato de que o pilar de governança já está presente nas empresas de maneira mais estruturada há mais tempo e, por isso, não se espera desempenho anormal relativo a este pilar. Em seguida, buscou-se verificar a relação entre os scores dos pilares social e ambiental, considerando o desempenho esperado destes pilares, e a persistência dos lucros. Os resultados reforçaram os achados da análise principal, ao confirmar que a persistência de lucros no contexto brasileiro é impactada pela parcela inesperada do desempenho ESG, referente às práticas sociais e ambientais.

A literatura sobre a relação entre desempenho socioambiental e persistência dos lucros (Koh & Tong, 2013; Jayachandran et al., 2013; Hsu et al., 2017; Medeiros e Mol, 2017; Alipour et al., 2019; Jia e Li, 2021) aponta resultados ambíguos. Além disso, analisa os investimentos socioambientais de maneira agregada. Portanto, este estudo contribui com a literatura ao observar os efeitos que práticas ambientais e sociais inesperadas possuem sobre a qualidade dos lucros contábeis, especificamente sobre a persistência dos lucros de empresas brasileiras. Constatou-se que, no contexto analisado, a parcela inesperada de práticas ambientais e sociais proporciona às organizações lucros mais persistentes. Além disso, os achados condizem com a Teoria da Sinalização, ao salientar o comprometimento das organizações em sinalizar suas práticas ESG às suas partes interessadas.

Como contribuições profissionais, pode-se destacar que os resultados encontrados contribuem com investidores e analistas na medida que apontam que empresas com investimentos em práticas sociais e ambientais apresentam lucros mais persistentes, o que pode auxiliar em suas tomadas de decisões sobre investimentos. Além disso, contribui com diretores e gerentes interessados em investir em tais práticas, visto que os achados sugerem que o

desempenho ESG pode ser visto como um determinante de lucros mais persistentes, o que pode atrair investidores e reduzir o custo de capital.

O presente estudo possui algumas limitações, dentre as quais pode-se destacar duas principais. Primeiramente, usamos dados fornecidos pela base de dados *Refinitiv Eikon*® para a mensuração do desempenho ESG, o que não garante que algumas empresas tenham investimentos nessas áreas não capturadas pela base. Por fim, este estudo concentra-se no contexto brasileiro, com isso, destaca-se a importância de analisar outros contextos, que se diferem em termos do mercado financeiro ou, ainda, de regulamentações.

REFERÊNCIAS

Alipour, M., Ghanbari, M., Jamshidinavid, B., & Taherabadi, A. (2019). The relationship between environmental disclosure quality and earnings quality: a panel study of an emerging market. *Journal of Asia Business Studies*, 13(2), 326-347.

Arora, P., & Dharwadkar, R. (2011). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance: an international review*, 19(2), 136-152.

Artikis, P. G., & Papanastasopoulos, G. A. (2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. *The British Accounting Review*, 48(2), 117-133.

Barrage, L., Chyn, E., & Hastings, J. (2014). Advertising, reputation, and environmental stewardship: Evidence from the BP oil spill. *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*.

Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of accounting research*, 171-202.

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327.

Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. *Accounting and Finance*, 60(2), 1501–1530.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.

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.

Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. Research Foundation of CFA Institute, 1–160.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Zha, J. (2014). Stock prices and earnings: A history of research. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 343-363.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

Dias Filho, J. M. (2007). Políticas de evidenciação contábil: um estudo do poder preditivo e explicativo da teoria da legitimidade. *Anais XXXI EnANPAD, Rio de Janeiro-RJ*.

Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, *56*(2-3), 1-33.

Dunn, K., & Harness, D. (2018). Communicating corporate social responsibility in a social world: The effects of company-generated and user-generated social media content on CSR attributions and scepticism. *Journal of Marketing Management*, 34(17-18), 1503-1529.

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.

Freguete, L. M., Nossa, V., & Funchal, B. (2015). Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 232-248.

Gallo, P. J., & Christensen, L. J. (2011). Firm size matters: An empirical investigation of organizational size and ownership on sustainability-related behaviors. *Business & Society*, 50(2), 315-349.

Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810.

Gregory, A., Whittaker, J., & Yan, X. (2016). Corporate social performance, competitive advantage, earnings persistence and firm value. *Journal of Business Finance & Accounting*, *43*(1-2), 3-30.

Ha, T. V., Sibghatullah, A., Chae, S. S., & Aldeehani, T. M. (2020). The Impact of Environmental and Social Disclosure on Earnings Persistence. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(6), 690.

Hong, Y., & Andersen, M. L. (2011). The relationship between corporate social responsibility and earnings management: An exploratory study. *Journal of Business Ethics*, *104*(4), 461-471.

Hoozée, S., Maussen, S. and Vangronsveld, P. (2019). The impact of readability of corporate social responsibility information on credibility as perceived by generalist versus specialist readers. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(3), 570-591.

Hsu, A., Koh, K., Liu, S., & Tong, Y. H. (2019). Corporate social responsibility and corporate disclosures: An investigation of investors' and analysts' perceptions. *Journal of Business Ethics*, 158(2), 507-534.

Huang, X. B., & Watson, L. (2015). Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature, 34*, 1–16.

Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking inside the black box: The effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Corporate governance: an international review*, *24*(3), 253-273.

Jayachandran, S., Kalaignanam, K., & Eilert, M. (2013). Product and environmental social performance: Varying effect on firm performance. *Strategic Management Journal*, *34*(10), 1255-1264.

Jia, J., & Li, Z. (2021). Corporate sustainability, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *Accounting & Finance*.

Jones, T. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.

Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761-796.

Koh, K., & Tong, Y. H. (2013). The effects of clients' controversial activities on audit pricing. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, *32*(2), 67-96.

Kolozsvari, A. C., & Macedo, M. A. D. S. (2016). Análise da influência da presença da suavização de resultados sobre a persistência dos lucros no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 306-319.

Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective. *Financial Review*, 44(2), 213-237.

Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of accounting and economics*, *5*, 31-48.

Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., & Cunha, P. R. (2019). Relação entre o Board Interlocking e a Persistência nos Lucros. Base Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS, 16(4), 589-613.

Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of accounting and economics*, *60*(1), 56-72.

Martins, D. L. O., Bressan, V. G. F., & Takamatsu, R. T. (2015). Responsabilidade social e retornos das ações: uma análise de empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 14(42), 85-98.

Medeiros, A. W., & Mol, A. L. R. (2017). Tangibilidade e intangibilidade na identificação do desempenho persistente: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(2), 184-202.

Milgrom, P. R. (1981). Good news and bad news: Representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics*, 380-391.

Minor, D., & Morgan, J. (2011). CSR as reputation insurance: Primum non nocere. *California Management Review*, *53*(3), 40-59.

Moesono, J., Laksmana, A., & Irwanto, A. (2016, November). Corporate Social Responsibility in Emerging Economies: Exploring Sustainable Shareholder Value (Indonesia Context). In *European Conference on Management, Leadership & Governance* (p. 190). Academic Conferences International Limited.

Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1, 71–75.

Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149.

Patten, D.M. (2019), Seeking legitimacy. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 1(1), 0332.

Paulo, E., & Martins, E. (2007). Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, São Paulo, SP, Brasil*, *31*, 1-16.

Peng, L. S. & Isa, M. Environmental, social and governance (Esg) practices and performance in shariah firms: Agency or stakeholder theory? *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 1–34.

Rankin, M., Windsor, C., & Wahyuni, D. (2011). An investigation of voluntary corporate greenhouse gas emissions reporting in a market governance system: Australian evidence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.

Rezaee, Z. (2016). Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective. *Journal of Accounting literature*, *36*, 48-64.

Rezaee, Z., Dou, H., & Zhang, H. (2020). Corporate social responsibility and earnings quality: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 45.

Salehi, M., Dashtbayaz, M. & Khorashadizadeh, S. (2018). Corporate social responsibility and future financial performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *EuroMed Journal of Business*, 13(3), 351–371.

Salgado, S. I. F., Silva, W. A. C., & Cunha, G. R. (2013). Sustentabilidade, responsabilidade social e criação de valor em empresas participantes do ISE no Brasil. *Tourism & Management Studies*, 2, 657-672.

Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17, 97-110.

Silva, N. E. F., & Callado, A. L. C. (2020). Divulgação do ranking global 100 e o efeito nos retornos das ações: uma abordagem utilizando estudo de eventos. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, *13*(2), 176-192.

Uyar, A., Karaman, A. S., & Kilic, M. (2020). Is corporate social responsibility reporting a tool of signaling or greenwashing? Evidence from the worldwide logistics sector. *Journal of Cleaner Production*, *253*, 119997.

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 80(2), 169-178.

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, *5*, 179-194.

[i] Série de dados amplamente usada Kinder, Lyndenberg e Domini (KLD). Os dados KLD assumem a forma de uma série de variáveis zero-um para uma série de pontos fortes e fracos em diferentes categorias de indicadores de RSC, a saber: Meio Ambiente, Comunidade, Diversidade, Relações com Funcionários, Direitos Humanos, Produto e Governança.