



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A Obrigatoriedade dos Relatórios de Sustentabilidade Melhora o Desempenho Financeiro das Empresas? Evidências Empíricas em Mercados Internacionais

AHMED SAMEER EL KHATIB

Escola Paulista de Política, Economia e Negócios da UNIFESP

ahmed.sameer@unifesp.br

BOLÍVAR GODINHO DE OLIVEIRA FILHO

Escola Paulista de Política, Economia e Negócios da UNIFESP

bolivar.godinho@unifesp.br

Resumo

O objetivo deste artigo é investigar o papel moderador da obrigatoriedade de relatórios de sustentabilidade do país na relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa. Foi adotada uma abordagem de pesquisa positivista, que incluiu dados de 3.200 empresas de 85 países entre 2011 e 2020, o que forneceu 24.912 observações. Os resultados indicam que a divulgação dos relatórios de sustentabilidade (ambiental, social e de governança) afeta negativamente o desempenho operacional (ROA) de uma empresa. No entanto, quando os componentes do ESG são considerados separadamente (E, S ou G) isso tem um efeito positivo no desempenho operacional (ROA) de uma empresa. Por outro lado, a divulgação de relatórios de sustentabilidade (ESG) não afeta o desempenho financeiro e de mercado de uma empresa (ROE e QT). Além disso, os resultados mostram que a inclusão da obrigatoriedade de relatórios de sustentabilidade do país (LEI) como variável moderadora afeta negativamente a relação entre ESG e o desempenho operacional de uma empresa. No entanto, quando os componentes do ESG são considerados separadamente, a obrigatoriedade tem um efeito positivo na relação entre E, S e G e o desempenho operacional da empresa (ROA). Por outro lado, os resultados mostram que a inclusão de obrigatoriedade como variável moderadora não afeta a relação entre ESG e o desempenho financeiro e de mercado de uma empresa. Este estudo traz uma contribuição para o conhecimento na área de relatórios de sustentabilidade e como a divulgação de ESG afeta o desempenho das empresas, sobretudo após a criação do *International Sustainability Standards Board (ISSB)* em 2021. Os resultados deste estudo têm implicações significativas para formuladores de políticas, reguladores e autoridades governamentais, pois podem reconhecer o efeito da lei de relatórios de sustentabilidade na relação entre ESG e diferentes medidas de desempenho (operacional, financeira e de mercado).

Palavras-chave: Relatórios de Sustentabilidade, Desempenho Financeiro, ESG.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação de relatórios de sustentabilidade já é prática familiar entre as empresas em todo o mundo e se tornou um fator significativo para os negócios (Amin-Chaudhry, 2016; Crane & Glozer, 2016). A expansão da divulgação de sustentabilidade se deve ao aumento do interesse dos stakeholders no desempenho ambiental, social e de governança das empresas (Dhaliwal, Li, Tsang & Yang, 2014). Essa pressão dos stakeholders motiva as empresas a irem além de seus relatórios financeiros anuais e divulgarem informações não financeiras, como questões sociais, ambientais e de governança para seus stakeholders (Newcomb, Sellar & Williams, 2015). Hoje, há um foco em outras medidas não financeiras à medida que as evidências aumentam que a integração de informações financeiras e não financeiras oferece



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

uma melhor compreensão dos esforços de sustentabilidade de uma empresa (Atkins & Maroun, 2015).

Uma das iniciativas mais proeminentes apoiadas pela ONU sobre ESG é chamada *Fiduciary Duty in the 21st Century*, que afirma que as empresas se saem melhor quando apoiam suas sociedades anfitriãs (Princípios da ONU para Investimento Responsável). Como resultado dessas mudanças recentes, espera-se que as empresas atuem socialmente, prestando mais atenção às suas responsabilidades sociais para com a sociedade como forma de gerar mais lucro. A iniciativa mais recente e abrangente é a *Global Reporting Initiative* (GRI), que inclui todas as três dimensões da sustentabilidade – social, ambiental e econômica (Toppinen & Korhonen-Kurki, 2013). Essa iniciativa é considerada uma diretriz para o relato de sustentabilidade.

Respondendo à iniciativa da GRI, o *Prince of Wales Accounting for Sustainability Project* e a GRI anunciaram a formação do *International Integrated Reporting Council Committee* (IIRC). A estrutura de relatórios integrados reúne informações econômicas, ambientais, sociais e de governança (IIRC, 2019). As empresas responderam a essas iniciativas e empreenderam muitos esforços para divulgar relatórios de sustentabilidade para atrair novos stakeholders e reconstruir a confiança do mercado, que foi afetada pela crise financeira (Perez-Batres, Miller & Pisani, 2010). Tem sido afirmado que as empresas listadas que não faliram na crise financeira e continuaram a lucrar são aquelas que se concentraram em responsabilidade social corporativa, questões ambientais e governança corporativa (Earhart, Van Ermen, Silver & De Marcillac, 2009).

À medida que os relatórios de sustentabilidade aumentaram, países em todo o mundo lançaram reformas para melhorar a qualidade dos relatórios de sustentabilidade. Essas ações surgiram em resposta às falências causadas pela crise financeira. Vários países instituíram leis que obrigam a divulgação de informações de sustentabilidade porque reconheceram a importância dessas informações para todas as partes interessadas. No entanto, embora o relatório de sustentabilidade seja obrigatório e regulamentado em alguns países, é voluntário e não regulamentado em outros (Junior, Best & Cotter, 2014). Assim, percebe-se que o conceito de divulgação ESG se tornou um assunto de intenso foco no mundo corporativo.

O ritmo de crescimento da divulgação ESG aumentou acentuadamente quando pesquisas precedentes começaram a mostrar que os relatórios de sustentabilidade estão ligados a um melhor desempenho dos negócios. Numerosos estudos empíricos investigaram a relação entre a divulgação ESG de uma empresa e seu desempenho financeiro. Apesar disso, muitos pesquisadores afirmam que os resultados dessa pesquisa são ambíguos, inconclusivos ou contraditórios (Brooks & Oikonomou, 2018). Por um lado, muitos pesquisadores encontraram uma relação positiva significativa entre a integração ESG e o desempenho da empresa (Deng & Cheng, 2019; Aouadi & Marsat, 2018; Zhao et al., 2018; Velte, 2017; Lins et al., 2017). Por outro lado, outros estudiosos identificaram uma relação negativa (Duque-Grisales & Aguilera-Caracue, 2019; Landi & Sciarelli, 2019) ou uma relação insignificante (Atan et al., 2018) entre os dois.

Dois debates resultaram desse conflito. A primeira é a perspectiva de redução do custo de capital, que argumenta que a divulgação de ESG aumenta os custos e tem consequências econômicas, resultando em valores de mercado mais baixos. Friedman (1962) argumentou que o propósito fundamental de uma empresa é aumentar a lucratividade financeira, e qualquer outra divulgação não financeira reduzirá a lucratividade. Mackey et al. (2007) afirmam que os acionistas esperam que uma empresa aumente sua divulgação financeira sem se referir a suas ações sociais, que devem ser realizadas por instituições beneficentes e sem fins lucrativos. Além disso, Marsat e Williams (2014) afirmam que a divulgação de ações sustentáveis aumenta os custos e traz consequências econômicas. O segundo debate é a perspectiva de “criação de valor”, por outro lado, defende que a divulgação ESG é uma

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ferramenta para gerar vantagens competitivas e melhorar o desempenho financeiro. Hahn e Kühnen (2013) afirmam que os relatórios de sustentabilidade aumentam a transparência da empresa, melhorando sua reputação, motivando seus funcionários e apoiando seus processos de controle. Herzig e Schaltegger (2006) acrescentaram mais dois benefícios: ganhar vantagem competitiva e possibilitar a comparação com os concorrentes. Além disso, a literatura anterior (e.g., Lindgreen et al., 2009) havia afirmado que os relatórios de sustentabilidade permitiam que as empresas aumentassem as receitas e reduzissem os custos. Devido aos debates acima, Benlemlih et al. (2018) afirmam que a divulgação ESG e seu efeito no desempenho da empresa variam devido à variação no cenário institucional e regulatório do país. Além disso, Brooks e Oikonomou (2018) afirmam que estudos anteriores são incapazes de confirmar a relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho da empresa, e ainda há muito o que estudar sobre essa relação. Eles sugerem adicionar variáveis moderadoras e mediadoras que podem desempenhar papéis cruciais na compreensão dessa relação e auxiliar os gestores na tomada de decisões relacionadas às políticas, práticas e divulgação de sustentabilidade. Portanto, nessa perspectiva e respondendo ao chamado de Benlemlih et al. (2018) e Brooks e Oikonomou (2018), a lei de relatórios de sustentabilidade de um país pode ser usada como variável moderadora para preencher essa lacuna.

Para investigar o papel moderador da obrigatoriedade, por meio de lei de relatórios de sustentabilidade do país, sobre a relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa, duas perguntas precisam ser respondidas. *1. Qual é a relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa? 2. Existe um efeito da lei de relatórios de sustentabilidade do país sobre o relacionamento entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa?*

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Conceitos de Sustentabilidade Empresarial

O termo “sustentabilidade empresarial” significa desenvolvimento sustentável. Vários termos encontrados na literatura referem-se à sustentabilidade da empresa (Signitzer & Prexl, 2007). De fato, a sustentabilidade da empresa pode ser vista de diferentes perspectivas. Muitas disciplinas estudam a sustentabilidade, incluindo contabilidade (Braam & Peeters, 2018; Schaltegger & Wagner, 2017; Diebecker & Sommer, 2017; Lee e Schaltegger, 2018; Imoniana, Soares & Domingos., 2018; Adams & Whelan, 2009), economia (Epstein, 2018; Aquilani et al., 2018; Hobbs e Schneller, 2012; Nakai et al., 2013), gestão (Schaltegger e Wagner, 2017; Epstein, 2018; Baumgartner & Rauter, 2017; Hahn et al., 2014; Porter & Siggelkow, 2008), marketing (Taoketao et al., 2018; Pedersen et al., 2018) e direito (Hörisch et al., 2017; Heinämäki, 2009; Keay, 2008).

Na tentativa de abranger diferentes aspectos da sustentabilidade de diferentes disciplinas, os pesquisadores sugeriram definições amplas para o termo. A definição mais difundida é atender às necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de atender às suas próprias necessidades (Brundtland, 1987). No entanto, vários pesquisadores acharam essa definição muito ampla para representar os tópicos precisos frequentemente estudados no contexto da sustentabilidade. Assim, o conceito também foi definido de forma restrita para se encaixar mais precisamente em contextos específicos. Por exemplo, Pfeffer (2010) definiu sustentabilidade como esforços para conservar os recursos naturais e evitar desperdícios nas operações da empresa. Da mesma forma, Goldsmith e Goldsmith (2011) definiram sustentabilidade como escolhas de consumo que impactam o meio ambiente e levam em consideração os recursos finitos da terra. Essas definições limitam a sustentabilidade apenas à sua dimensão ambiental. Outras definições de sustentabilidade concentraram-se apenas na dimensão social. Por exemplo, Biart (2002) definiu sustentabilidade como esforços para identificar os desafios que podem prejudicar o funcionamento e o desenvolvimento da sociedade no longo prazo. Como pode ser visto, essas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

definições estreitas expõem uma visão limitada da sustentabilidade, centrada em uma única dimensão e perdendo os efeitos maiores da sustentabilidade. A sustentabilidade deve ser definida de forma ampla, embora não tão ampla a ponto de não ter especificidade e se tornar ambígua.

No entanto, para garantir que essas três dimensões da sustentabilidade (social, ambiental e econômica) sejam incorporadas à estratégia corporativa, práticas de governança devem ser implementadas (Corallo et al., 2018). Portanto, neste artigo, a sustentabilidade da empresa é redefinida como o atendimento às necessidades sociais, ambientais e econômicas do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras e garantir que essas necessidades sejam atendidas por meio da adoção de práticas de governança corporativa. Essa definição consiste em três dimensões da sustentabilidade da empresa além da econômica – a saber, ambiental, social e de governança.

2.2 Relação entre o Relatórios de Sustentabilidade e o Desempenho da Empresa

Existem inúmeros estudos precedentes envolvendo as relações entre os relatórios de sustentabilidade e o desempenho das empresas. Em 1972, os dois primeiros estudos de pesquisa foram publicados por Bragdon e Marlin (1972) e Moskowitz (1972). Desde então, milhares de estudos empíricos investigaram a relação entre os relatórios de sustentabilidade de uma empresa e seu desempenho financeiro. No entanto, esses estudos geraram resultados mistos. Alguns encontraram uma relação positiva entre relatórios de sustentabilidade e desempenho financeiro (e.g., Pava e Krausz, 1996; Preston e O'Bannon, 1997; Waddock e Grave, 1997; Simpson e Kohers, 2002; Ngwakwe, 2008; Callan e Thomas, 2009; Rettab et al., 2009; Castaldo et al., 2009; Samy et al., 2010; Uwuigbe e Egbide, 2012). Carter et al. (2000) e Jo e Harjoto (2011) afirmaram que a divulgação de informações sobre práticas ambientais melhorou o desempenho financeiro. Margolis e Walsh (2003) descobriram que a divulgação de informações sociais sobre a empresa melhorou seu desempenho financeiro.

Finalmente Gompers et al. (2003; 2010) descobriram que a divulgação de governança melhorou o desempenho financeiro. Outros estudos encontraram uma relação negativa entre relatórios de sustentabilidade e desempenho financeiro (e.g., McGuire et al., 1988; Patten, 1991; Riahi-Belkaoui, 1992; Sarkis & Cordeiro, 2001). Ainda outros estudos não observaram nenhuma relação ou uma relação não significativa (e.g., Levy, 1995; Buys et al., 2011). Smith et al. (2007) encontraram uma relação inversa entre a divulgação ambiental e o desempenho da empresa. Balabanis et al. (1998) encontraram uma relação negativa entre a divulgação social e o desempenho da empresa, e Rose (2016) descobriu que a divulgação da governança tem um impacto negativo no retorno sobre os ativos e no retorno sobre o patrimônio líquido. Hassan Che Haat et al. (2008), no entanto, constataram que a divulgação da governança não afeta significativamente o desempenho do mercado.

2.3 Relação entre o Relatório de Sustentabilidade e as Diferentes Medidas de Desempenho Financeiro

Ao medir o desempenho da empresa, os estudiosos geralmente enfrentam três opções: usar medidas baseadas em contabilidade, medidas baseadas no mercado ou uma combinação de ambas. Muitos estudiosos preferiram usar medidas de desempenho baseadas em contabilidade, que são o Retorno sobre os Ativos (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio (ROE) de uma empresa. Outros estudiosos, no entanto, selecionaram medidas baseadas no mercado (Q de Tobin) (Wagner, 2010). As medidas baseadas em contabilidade são menos complexas, pois refletem o que realmente acontece em uma empresa (López et al., 2007), e são melhores para prever o desempenho da sustentabilidade (McGuire et al., 1988). Medidas baseadas no mercado sofrem de assimetria de informação entre gestores e acionistas (Cordeiro & Sarkis, 1997) e assumem que os acionistas são o principal grupo de stakeholders (Orlitzky et al., 2003). Dadas as críticas às medidas baseadas em contabilidade, alguns estudos usaram uma combinação de medidas baseadas em contabilidade e mercado (por



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

exemplo, Callan e Thomas, 2009). Assim, para superar a crítica de ambas as medidas neste artigo, são utilizadas medidas baseadas em contabilidade e medidas baseadas no mercado.

3 VARIÁVEIS E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

3.1 Variáveis Dependentes (Desempenho Empresarial)

Medir o desempenho da empresa é significativo, pois oferece informações sobre os objetivos da empresa e quão bem eles foram alcançados (Shad et al., 2019). O desempenho da empresa pode ser medido usando várias métricas (Richard et al., 2009). Neste artigo são medidos os desempenhos operacional, financeiro e de mercado.

3.1.1 Desempenho Operacional

O retorno sobre os ativos (ROA) é uma das medidas mais amplas de desempenho operacional (Derwall, 2007). É definido como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais e se concentra em saber se uma empresa usou seus ativos de maneira eficiente (Lee & Faff, 2009). O ROA refere-se aos ativos empregados para gerar lucro. Muitos estudos recentes empregaram ROA para testar a ligação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho operacional (Duque-Grisales & Aguilera-Caracue, 2019; Deng & Cheng, 2019; Aouadi & Marsat, 2018; Zhao et al., 2018; Velte, 2017; Lins et al., 2017).

3.1.2 Desempenho financeiro

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é uma das medidas mais amplas de desempenho financeiro (Buallay, 2019). O ROE é definido como a razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido total e se concentra em como uma empresa gera mais receita com seu patrimônio. Muitos estudos recentes usaram o ROE para testar a ligação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho financeiro (Aouadi & Marsat, 2018; Zhao et al., 2018; Atan et al., 2018).

3.1.3 Desempenho de mercado

O Q de Tobin (QT) é uma das medidas mais famosas de desempenho de mercado (Cahan et al., 2016). É definido como o valor de mercado de uma empresa dividido pelo seu custo de reposição de ativos. O QT se concentra em como uma empresa pode aumentar o valor de mercado de seus ativos. Muitos estudos recentes usaram o QT para testar a ligação entre os relatórios de sustentabilidade e o desempenho do mercado (Garcia et al., 2019; Aybars et al., 2019; Nekhili et al., 2019; Balasubramanian, 2019; Landi & Sciarelli, 2019; Miralles- Quirós et al., 2019; Aouadi & Marsat, 2018; Atan et al., 2018; Fatemi et al., 2017; Velte, 2017).

3.2 Variáveis Independentes (Relatórios de Sustentabilidade)

Os relatórios de sustentabilidade são representados pela pontuação combinada ambiental, social e de governança (ESG). Os componentes do ESG são definidos da seguinte forma: A Pontuação Ambiental (E) envolve as contribuições de uma empresa para o ecossistema. É uma medida do efeito das operações de uma empresa no sistema natural geral. Reflete o grau em que as melhores práticas são implementadas para evitar colocar em risco o meio ambiente.

A Pontuação Social (S) envolve a capacidade de uma empresa de gerenciar seu relacionamento com todas as partes interessadas de uma maneira que gere confiança. Já a Pontuação de Governança (G) se aplica ao sistema organizacional da empresa que garante o melhor interesse de seus acionistas. Consiste em diretrizes e procedimentos implementados para equilibrar os interesses de muitos stakeholders.

O ESG pode ser medido usando diferentes métodos. Neste artigo, os dados ESG são recuperados do banco de dados da *Thomson Reuters (Eikon/Refinitiv)* como proxy para divulgação. O *Eikon* avalia a extensão da divulgação de cada empresa de suas atividades ambientais, sociais e de governança com base nos padrões da GRI, que fornecem resultados mais precisos do que outros métodos. Dessa forma são estimadas pontuações de divulgação variando entre 0,1 (mais baixo) e 100 (mais alto). Além disso, os dados observam diferentes

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

fontes, como relatórios de RSC, relatórios anuais e sites corporativos, e, portanto, refletem o universo de informações publicamente disponíveis aos investidores.

3.3 Variáveis de Controle

Neste artigo, são utilizados dois tipos de variáveis de controle: específicas da empresa e específicas do país. Existem duas variáveis específicas da empresa: Ativos Totais (AT) e Alavancagem Financeira (AF). Há também duas variáveis específicas de cada país: PIB e Governança (GOV).

3.3.1 Específicas da empresa

A literatura anterior descobriu que o tamanho da empresa medido pelo ativo total é um fator que afeta tanto os relatórios de sustentabilidade quanto o desempenho da empresa. Hillman e Keim (2001) afirmaram que grandes empresas podem ter melhor lucratividade, e isso pode estar relacionado à extensão das expectativas e preocupações dos stakeholders em relação às atividades socialmente responsáveis (Hillman & Keim, 2001). Burke et al. (1986) argumentaram que as empresas menores podem não divulgar atividades sociais, enquanto as grandes empresas devem atrair mais atenção dos stakeholders, então elas estão sob mais pressão para divulgar mais informações de sustentabilidade (Burke et al., 1986).

A literatura precedente definiu alavancagem financeira como dívida total dividida pelo total de ativos (Fischer & Sawczyn, 2013). Alguns pesquisadores chamam a alavancagem financeira de risco da empresa e é medida pelo índice de alavancagem. Waddock e Graves (1997) argumentaram que o risco de uma empresa pode influenciar seu desempenho financeiro por meio de decisões relacionadas ao custo das oportunidades de investimento em sustentabilidade. Apoiando esse argumento, Orlitzky e Benjamin (2001) afirmam que as empresas com altos níveis de divulgação ESG incorrem em menores custos de dívida (menor alavancagem financeira), portanto, maior desempenho financeiro.

3.3.2 Específicas do país

Para controlar o momento político e econômico pelo qual o país está passando, o PIB do país onde a empresa está localizada é usado para controlar o efeito econômico do país sobre a empresa (Miralles-Quirós et al., 2019; Hu & Scholtens, 2014), e a governança pública do país onde a empresa está localizada é usada para controlar o efeito político do país sobre a empresa (Buallay, 2019). A governança pública do país inclui seis indicadores (controle da corrupção, eficácia governamental, estabilidade política e ausência de violação, estado de direito, qualidade regulatória e voz e responsabilidade).

3.4 Desenvolvimento das hipóteses

As duas hipóteses principais desta pesquisa, bem como suas subjacentes são apresentadas na Tabela 1 a seguir:

Tabela 1

Hipóteses da Pesquisa

H1	A divulgação do relatório de sustentabilidade afeta o desempenho da empresa
H1.1	A divulgação do relatório de sustentabilidade afeta o desempenho operacional de uma empresa
H1.1 ^a	A divulgação ambiental afeta o desempenho operacional de uma empresa
H1.1B	A divulgação social afeta o desempenho operacional de uma empresa
H1.1C	A divulgação de governança afeta o desempenho operacional de uma empresa
H1.2	A divulgação do relatório de sustentabilidade afeta o desempenho financeiro de uma empresa
H1.2 ^a	A divulgação ambiental afeta o desempenho financeiro de uma empresa
H1.2B	A divulgação social afeta o desempenho financeiro de uma empresa
H1.2C	A divulgação de governança afeta o desempenho financeiro de uma empresa
H1.3	A divulgação do relatório de sustentabilidade afeta o desempenho de mercado de uma empresa

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

H1.3^a	<i>A divulgação ambiental afeta o desempenho de mercado de uma empresa.</i>
H1.3B	<i>A divulgação social afeta o desempenho de mercado de uma empresa.</i>
H1.3C	<i>A divulgação de governança afeta o desempenho de mercado de uma empresa.</i>
H2	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação do relatório de sustentabilidade e o desempenho da empresa</i>
H2.1	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação de relatórios de sustentabilidade e o desempenho operacional</i>
H2.1^a	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação ambiental e desempenho operacional</i>
H2.1B	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação social e desempenho operacional</i>
H2.1C	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação de governança e desempenho operacional</i>
H2.2	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação de relatórios de sustentabilidade e o desempenho financeiro</i>
H2.2^a	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação ambiental e desempenho financeiro</i>
H2.2B	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação social e desempenho financeiro</i>
H2.2C	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação de governança e desempenho financeiro</i>
H2.3	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação de relatórios de sustentabilidade e o desempenho do mercado</i>
H2.3^a	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação ambiental e o desempenho do mercado</i>
H2.3B	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação social e desempenho do mercado</i>
H2.3C	<i>A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação da governança e o desempenho do mercado</i>

3.5 Modelagem utilizada

A primeira etapa deste artigo investiga a relação entre o nível de divulgação da sustentabilidade (ambiental, social e de governança) e o desempenho da empresa. Duas variáveis adicionais que a maioria dos estudos anteriores sugeriram que afetam a sustentabilidade das empresas são o tamanho e a alavancagem financeira. Com base na teoria da economia política, variáveis econômicas e políticas (governança e PIB) também foram consideradas para controlar a variabilidade entre os países. No modelo do nosso estudo, o desempenho da empresa é a variável dependente. O desempenho da empresa consiste em três dimensões: desempenho financeiro, operacional e de mercado. Além disso, alguns fatores foram considerados variáveis de controle para controlar o modelo.

Para determinar a relação entre os relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa, estimamos as equações abaixo. O primeiro modelo (Eq.1) é construído para investigar os efeitos da divulgação de sustentabilidade no desempenho da empresa da seguinte forma:

$$Desempenho_{itg} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{itg-1} + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (Eq.1)$$

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A Equação 1 é dividida em três sub-equações com base no desempenho da seguinte forma:

$$ROA_{itg} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{itg-1} + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.2})$$

$$ROE_{itg} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{itg-1} + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.3})$$

$$QT_{itg} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{itg-1} + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.4})$$

Onde: *Desempenho* é uma variável contínua; a variável dependente é o desempenho medido por três modelos (ou seja, modelo ROA, modelo ROE e modelo Q de Tobin). β_0 é a constante e β_1 - 5 a inclinação dos controles e variáveis independentes. A variável independente é a divulgação de sustentabilidade (ESG) medida pelos três indicadores E, S e G. As variáveis de controle da empresa são TA e AF, e as variáveis de controle do país são PIB e GOV. (ε) é um erro aleatório, (i) representa as empresas, (t) representa o período, (g) representa o país e (-1) representa as variáveis defasadas de 1 ano do ESG. A literatura precedente indica que o ESG não levará imediatamente a um melhor desempenho financeiro (Choi & Wang, 2009). Porter e Kramer (2006) afirmam que o relato de sustentabilidade é um conceito estratégico, portanto, os efeitos não ocorrem imediatamente (ou seja, no mesmo ano), mas sim no período seguinte. Assim, comparamos as pontuações ESG do ano t - 1 com o desempenho atual.

O segundo modelo deste artigo investiga o efeito da lei de relatórios de sustentabilidade na relação entre a divulgação do relatório de sustentabilidade e o desempenho da empresa. Portanto, estimamos as equações abaixo. Para determinar o efeito da lei de relatórios de sustentabilidade, estimamos três modelos de regressão:

$$Desempenho_{itg} = \beta_0 + \beta_1(ESG_{itg-1} * LEI_{itg}) + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.5})$$

A Equação 5 é dividida em três sub-equações com base no desempenho da seguinte forma:

$$ROA_{itg} = \beta_0 + \beta_1(ESG_{itg-1} * LEI_{itg}) + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.7})$$

$$ROE_{itg} = \beta_0 + \beta_1(ESG_{itg-1} * LEI_{itg}) + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.8})$$

$$QT_{itg} = \beta_0 + \beta_1(ESG_{itg-1} * LEI_{itg}) + \beta_2 TA_{itg} + \beta_3 AF_{itg} + \beta_4 PIB_{itg} + \beta_5 GOV_{itg} + \varepsilon_{itg} \quad (\text{Eq.9})$$

Onde *Desempenho* é uma variável contínua; a variável dependente é o desempenho medido por três modelos (por exemplo, modelo ROA, modelo ROE e modelo Q de Tobin). β_0

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

é a constante e β_{1-5} a inclinação dos controles e variáveis independentes. A variável independente é a divulgação de sustentabilidade (ESG) medida pelos três indicadores E, S e G. A variável moderadora é a lei de relatórios de sustentabilidade (LEI). As variáveis de controle da empresa são TA e AF, e as variáveis de controle do país são PIB e GOV. (ε) é um erro aleatório, (i) representa as empresas, (t) representa o período, (g) representa o país e (-1) representa as variáveis defasadas de 1 ano do ESG.

3.6 Seleção Amostral e Coleta de Dados

Os dados ESG foram recuperados do banco de dados da *Thomson Reuters* como proxy para divulgação. Os dados são provenientes de diferentes fontes, como relatórios de RSC, relatórios anuais e sites corporativos, refletindo assim o universo de informações publicamente disponíveis aos investidores. Os dados usados neste artigo incluíram todas as empresas do banco de dados do *Eikon (Refinitiv)* que divulgaram informações ESG e tiveram dados disponíveis de 1º de janeiro de 2011 a 31 de dezembro de 2020. A amostra contém diversas empresas listadas em 85 países. A maioria das amostras vem da China (4.733 observações, ou 19% da amostra). As pesquisas precedentes concluíram que as práticas de RSC e os relatórios sobre essas práticas são implementados na China por causa de pressões institucionais e efeitos de pares, em que os concorrentes imitam o que outras empresas estão fazendo (Misani, 2010; Ioannou & Serafeim, 2017).

A segunda maior amostra vem dos EUA, com 2.740 observações, ou 11% da amostra. Em terceiro lugar, o Japão tem 2.242 observações, que constituem 9% da amostra. As 15.197 observações restantes, que representam 60% das amostras, vêm de 77 países diferentes. O setor de transformação é o que apresenta o maior número de observações entre os setores, com 7.248 observações, ou 30,5% da amostra. O processo logístico no setor manufatureiro é excessivamente complexo (Fletcher & Grose, 2012). É composto por milhares de fornecedores, distribuidores e varejistas, o que leva os fabricantes a relatar mais dados sobre sustentabilidade para atender às necessidades de todas as partes interessadas. Finalmente, a amostra também é categorizada com base na região. Quase metade da amostra (47%) é da Ásia. Os principais fatores por trás desse crescimento incluem o crescimento regulatório dos reguladores do mercado financeiro e das bolsas de valores na Ásia (Carrots & Sticks, 2016).

3.6.1 Confiabilidade e Validade Estatística

Foram adotados três tipos de testes diagnósticos para avaliar a validade e confiabilidade. 1) Diagnóstico dos dados: normalidade (assimetria, curtose e testes Jarque-Bera); 2) Diagnóstico de variáveis: estacionaridade (teste de Dickey-Fuller aumentado) e colinearidade (teste do fator de inflação de variância); e 3) Diagnóstico de modelos: autocorrelação (Durbin-Watson) e heterocedasticidade (testes de Breusch-Pagan e Koenker).

Conforme apresentado na Tabela 2 a seguir, para testar a normalidade dos dados, foram utilizados os testes de assimetria e curtose. Os resultados mostram que nem todos os valores de assimetria e curtose ficaram entre -2 e +2, que são considerados provas inaceitáveis de distribuição univariada normal (George, 2011). A normalidade dos dados foi testada pelo teste Jarque-Bera. As variáveis não são normalmente distribuídas, pois o valor-p parece ser menor que 0,050. Todos os resultados dos testes indicam que os dados não são distribuídos normalmente; os dados distribuídos anormalmente distribuídos podem não influenciar a credibilidade do estudo porque a amostra foi grande e assumiu-se que os dados não foram distribuídos normalmente. No entanto, para contornar esse problema, foram considerados os logaritmos naturais dessas variáveis.

Tabela 2

Testes de Normalidade

Variáveis	Testes de Normalidade				
	Siglas	Assimetria	Curtose	Jarque-Bera	Probabilidade
Dependentes	ROA	-0,038	17,858	150,116	0,000
	ROE	18,313	865,593	506.000,000	0,000

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

	QT	90,538	8.267,742	46.300.000,000	0,000
	E	0,657	2,411	1,405	0,000
Independentes	S	0,535	2,878	786	0,000
	G	0,057	3,640	287	0,000
Controle	AF	27,676	1.300,553	1.140.000,000	0,000
	TA	2,998	14,875	166.593,4	0,000
País	PIB	0,419	3,247	719,469	0,000
	GOV	-0,433	1,456	2,125	0,000

A força do modelo linear depende da hipótese de que as variáveis independentes não são correlacionadas. A multicolinearidade extrema tende a inflar os erros padrão dos coeficientes estimados. Para testar a colinearidade das variáveis independentes, calculou-se o fator de inflação da variância (VIF). Gujarati e Porter (2003) afirmaram que um VIF superior a 10 indica sério problema de multicolinearidade para a variável independente de interesse. A Tabela 3 a seguir mostra que os valores de VIF para todas as variáveis independentes são inferiores a 10, o que significa que as variáveis não sofrem de um problema sério de colinearidade.

Tabela 3

Diagnóstico das Variáveis

Variáveis	Sigla	Teste de Estacionariedade		Teste de Colinearidade	
		ADF	Probabilidade	Tolerância	VIF
Dependentes	ROA	-57,202	0,000	-	-
	ROE	-56,607	0,000	-	-
	QT	-38,778	0,000	-	-
Independentes	E	-8,239	0,000	0,190	5,271
	S	-9,017	0,000	0,467	2,143
	G	-14,852	0,000	0,572	1,749
Controle	AF	-42,542	0,000	0,988	1,012
	TA	-31,530	0,000	0,914	1,094
País	PIB	-30,691	0,000	0,801	1,248
	GOV	-29,008	0,000	0,190	5,271

No entanto, a pesquisa empírica utilizando séries temporais, como neste estudo, pressupõe a estabilidade das séries. A autocorrelação pode ocorrer no modelo porque a série temporal na qual este estudo se baseia é não estacionária (Gujarati & Porter, 2003). Para verificar a estacionariedade das séries temporais, foram utilizados testes de raiz unitária, que incluem o teste paramétrico aumentado de Dicky-Fuller (ADF). Os resultados, apresentados na Tabela 3 a seguir, mostram que o teste ADF é estatisticamente significativo ao nível de 1%, significando que a série de dados é estacionária. Essa estacionariedade nos permite prosseguir com a regressão. No entanto, como o efeito do ESG sobre o desempenho financeiro não ocorre imediatamente (no mesmo período), a defasagem ESG é incluída na regressão.

Dois modelos matemáticos foram introduzidos para atingir os objetivos deste artigo. Esses modelos precisavam ser verificados antes de adotar o teste de regressão. Uma suposição significativa da regressão é a presença de heterocedasticidade. Testamos a heterocedasticidade usando os testes de Breusch-Pagan e Koenker. Conforme Tabela 4 e Tabela 5 mostram, os p-valores dos testes de Breusch-Pagan para as três medidas de desempenho foram inferiores ao nível convencional de significância de 5% (0,000), então rejeitamos a hipótese alternativa de que os modelos têm um problema de heterocedasticidade. No entanto, o teste de Koenker para o modelo ROE foi superior ao nível de significância de 5% em ambos os modelos (0,491 e 0,399), então aceitamos a hipótese Alternativa de que os modelos apresentam um problema de heterocedasticidade. Este problema teve que ser resolvido para obter uma estimativa precisa do erro padrão. Os resultados usados para testar as hipóteses foram, portanto, baseados em erros padrão robustos à heterocedasticidade. Se a heterocedasticidade estiver presente no

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

modelo, alguns métodos estatísticos devem ser utilizados para superar esse problema, como o teste de White.

Por fim, para testar o problema de autocorrelação nos modelos de estudo, utilizou-se o teste de Durbin-Watson (DW). A Tabela 4 e a Tabela 5 mostram, ainda, que os valores de DW de ambos os modelos estão quase na faixa de 1,5–2,5. Isso indica que não há problema de autocorrelação que possa afetar os resultados da regressão.

Tabela 5

Diagnóstico do Primeiro Modelo Matemático

Modelos	Teste de		Teste de Heterocedasticidade		
	Autocorrelação		Probabilidade	Koenker	Probabilidade
	Durbin-Watson	Breusch-Pagan			
ROA	1,060	392,371	0,000	22,010	0,000
ROE	1,297	1.368,589	0,000	3,415	0,491
QT	1,010	53.239,742	0,000	10,232	0,037

Tabela 6

Diagnóstico do Segundo Modelo Matemático

Modelos	Teste de Autocorrelação		Teste de Heterocedasticidade		
	Durbin-Watson	Breusch-Pagan	Probabilidade	Koenker	Probabilidade
ROA	1,049	768,841	0,000	37,391	0,000
ROE	1,287	258,108	0,000	0,712	0,399
QT	1,010	6.327,818	0,000	1,609	0,025

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatística Descritiva

Conforme mostrado na Tabela 7 a seguir a divulgação ESG máxima foi de 80%, enquanto a mínima foi de apenas 1,3%. Quando chegamos aos componentes do ESG, os resultados da análise descritiva mostram que a média de divulgação de governança teve o maior valor (81%), seguida da média de divulgação social (33%), enquanto a média de divulgação ambiental teve o menor valor entre as empresas (24%). Isso significa que muitas empresas concluíram que a divulgação de práticas e papéis de governança corporativa acaba levando a um melhor desempenho. Explicamos o baixo valor de divulgação ambiental observando que quase metade das empresas da amostra são do setor terciário, que é fortemente baseado em serviços e, portanto, essas empresas têm menos impacto ambiental do que as operações de outras empresas (por exemplo, fabricantes). Para o desempenho da empresa, os resultados da análise descritiva mostram que a média do ROE teve o maior valor (12%), seguida da média do ROA (4,6%), enquanto a média do QT teve o menor valor (2%).

Tabela 7

Estatística Descritiva

Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Independentes					
ESG	32,749	29,386	80,579	1,368	12,904
E	24,066	18,750	91,071	0,775	16,445
S	33,379	30,000	94,736	1,848	16,010
G	51,577	51,786	85,714	1,590	9,677
Dependentes					
ROA	4,620	3,811	75,177	-90,508	6,920
ROE	11,672	10,581	1.398,806	-198,172	24,949
QT	1,938	1,288	2.271,142	0,234	23,496
Controle (Empresa)					
AF	103,202	55,761	14.260,750	0,000	253,166
TA	50,945	3,912	4.009,300	2,000	23,2713
Controle (País)					
PIB	5.481,836	3.022,828	19.390,604	9,129	5.304,139
GOV	0,719	1,232	1,873	-1,181	0,891

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Adicionalmente, o ESG é dividido em quatro níveis (menos de 25%, entre 26 e 50%, entre 51 e 75% e maior que 75%). Conforme mostrado na Tabela 7, ROA e QT são maiores quando a divulgação ESG é inferior a 25%. No entanto, o ROE é maior quando a divulgação ESG está entre 26 e 50%.

Tabela 8

Resultados Descritivos (por Nível de Divulgação)

Variáveis	ESG inferior a 25%	ESG entre 26 e 50%	ESG entre 51 e 75%	ESG superior a 75%
ROA	4,91	4,46	4,07	3,10
ROE	11,05	11,62	11,54	6,90
QT	2,29	1,53	1,50	1,11

Neste ponto, um teste ANOVA unidirecional foi utilizado para descrever as variáveis entre diferentes variáveis. A ANOVA unidirecional compara as médias entre os grupos para determinar se alguma dessas médias é estatisticamente significativamente diferente uma da outra. Para isso, foram utilizados dois testes: o teste de Levene e o teste da diferença (estatística t). O teste de Levene é usado para avaliar a variância dos desvios das médias de dois grupos (Anderson, 2006), e o teste t é usado para determinar se há uma diferença significativa entre as médias de dois grupos.

Dividimos o ESG e o desempenho da empresa em duas categorias: pré e pós obrigatoriedade. O estudo utilizou ANOVA de uma via com base no ano em que a LEI foi introduzido para identificar a variância entre as médias das duas amostras. Foi utilizado um teste de estatística t. A análise mostra que os três indicadores do relatório de sustentabilidade tendem a ser mais altos após a obrigatoriedade. No entanto, os três indicadores de ESG foram negativamente significativos, pois o valor de p foi inferior a 5%. O relatório de sustentabilidade obrigatório pode ter um impacto negativo nas empresas com divulgação ESG superior, pois elas podem ter que exercer maiores esforços e possivelmente incorrer em custos mais altos para se distinguir de outras empresas no período após a regulamentação.

Para o desempenho da empresa, a análise mostra que o ROA tende a ser maior antes da obrigatoriedade pela Lei. Esse resultado foi significativo, pois o valor de p foi inferior a 5%. No entanto, o resultado do teste de Levene mostrou que a variância do ROA não desviou excessivamente entre as médias dos grupos, pois o valor de p do teste F foi maior que 0,05. Este resultado está em contraste com La Porta et al. (2000), que descobriram que a divulgação obrigatória pode aumentar o valor de uma empresa, melhorando a gestão dos ativos da empresa.

Tabela 9

One-Way ANOVA (Pré e Pós-Lei de Relatórios de Sustentabilidade)

Variáveis	Teste de Levene		Diferenças de Médias		Teste de Diferenças	
Independentes	F	Sig.	Pré-Lei	Pós-Lei	Estatística t	Sig.
ESG	6,904	0,009	28,033	33,562	-29,616	0,000
E	23,218	0,000	22,940	26,286	-14,038	0,000
S	2,682	0,102	30,282	35,402	-22,368	0,000
G	2,781	0,095	48,992	52,793	-30,294	0,000
Dependentes						
ROA	0,023	0,880	4,769	4,313	4,345	0,000
ROE	3,353	0,067	11,187	11,170	0,054	0,957
QT	1,110	0,292	1,851	2,067	-0,662	0,508

Adicionalmente à análise anterior, dividimos a divulgação ESG e o desempenho da empresa em duas categorias: empresas que seguem as diretrizes da GRI em sua divulgação de sustentabilidade e empresas que não seguem as diretrizes da GRI, conforme Tabela 10 a seguir:

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 10
One-Way ANOVA (Considerando a adoção do GRI)

Variáveis	Teste de Levene		Diferenças de Médias		Teste de Diferenças	
Independentes	F	Sig.	GRI	Sem GRI	Estatística t	Sig.
ESG	99,004	0,000	49,725	31,029	40,357	0,000
E	71,414	0,000	42,745	23,948	33,043	0,000
S	40,613	0,000	52,366	32,309	35,397	0,000
G	32,407	0,000	62,597	50,675	36,883	0,000
Dependentes						
ROA	12,442	0,000	4,544	4,609	-0,241	0,809
ROE	0,364	0,546	13,128	11,270	2,269	0,023
QT	0,545	0,460	1,472	1,873	-0,571	0,568

A análise mostra que os três componentes do relatório de sustentabilidade tendem a ser significativamente maiores para as empresas que seguem a GRI, pois o valor-p foi inferior a 5% (0,000). Portanto, a obrigatoriedade imposta pela Lei tem um impacto na propensão das empresas em buscar melhorar a credibilidade e a comparabilidade de suas divulgações ESG.

Por outro lado, o ROE foi maior nas empresas que seguiram o GRI, e esse resultado foi significativo, pois o valor p de t foi inferior a 5% (0,023). No entanto, o resultado do teste de Levene mostra que a variância do ROE não se desviou excessivamente entre as médias dos grupos, pois o valor de p do teste F foi superior a 0,05. De fato, isso indica que acionistas ou investidores confiam mais nas empresas quando sua divulgação é construída com base nas diretrizes da GRI e investem mais nessas empresas.

4.2 Teste das Hipóteses

4.2.1 Relação entre Relatório de Sustentabilidade (ESG) e Desempenho da Empresa

Como revelam os resultados da Tabela 11 a seguir, os modelos de regressão ROA, ROE e QT têm alta significância estatística e alto poder explicativo, pois os valores de p dos testes F são inferiores a 5% (0,000, 0,000 e 0,007). Os coeficientes de inclinação de ESG para ROA indicam que a divulgação de ESG tem um impacto negativo significativo no desempenho operacional, como evidenciado pelo coeficiente e pelo fato de que o valor de p é inferior a 1% (0,000). Portanto, aceitamos a hipótese alternativa: *H1: A divulgação do relatório de sustentabilidade afeta o desempenho operacional de uma empresa.*

Para as variáveis de controle específicas de uma empresa, descobrimos que a alavancagem financeira afeta negativamente o ROA, pois o valor-p é maior que 5% (0,000). Além disso, os resultados dos ativos totais afetam negativamente o ROA e o ROE. Por fim, após testar o efeito das variáveis de controle específicas de cada país, descobrimos que o PIB afeta negativamente o ROE, enquanto a governança afeta negativamente tanto o ROA quanto o ROE.

Tabela 11

Regressões múltiplas para o primeiro modelo matemático

Variáveis	Modelo ROA			Modelo ROE			Modelo QT		
	β	t	Sig.	β	t	Sig.	β	t	Sig.
Independente									
ESG	-0,881	-4,207	0,000	0,097	0,469	0,647	-0,224	-1,054	0,292
Controle (Empresa)									
AF	-0,065	-9,128	0,000	-0,009	-1,206	0,228	-0,002	-0,217	0,828
TA	-0,093	-12,555	0,000	-0,038			-0,345	0,730	
Controle (País)									
PIB	-0,006	-0,852	0,394	-0,028	-3,934	0,000	-0,004	-0,554	0,579
GOV	-0,107	-12,969	0,000	-0,068	-8,152	0,000	-0,012	-1,400	0,162
F	56,641			40,172			2,436		
Sig.	0,000			0,000			0,007		
R²	0,028			0,020			0,001		
R² Ajustado	0,028			0,020			0,001		

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

4.2.2 Papel moderador da Lei de Relatórios de Sustentabilidade de um País sobre a Relação entre Relatórios de Sustentabilidade (ESG) e Desempenho da Empresa

Os resultados da Tabela 12 revelam que os modelos de regressão ROA, ROE e QT têm alta significância estatística e alto poder explicativo, pois os valores de p dos testes F são inferiores a 5% (0,000, 0,000 e 0,008). Os resultados da Tabela 12 também especificam que a inclusão da LEI como variável moderadora afeta a relação entre divulgação de sustentabilidade e desempenho operacional, como evidenciado pelo coeficiente e o valor p inferior a 1% (0,004). Portanto, aceitamos a seguinte hipótese alternativa: *H1: A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre a divulgação de relatórios de sustentabilidade e o desempenho operacional.*

Para variáveis de controle específicas da empresa, descobrimos que a alavancagem financeira afeta negativamente o ROA, pois o valor-p é maior que 5% (0,000). Além disso, os resultados dos ativos totais afetam negativamente o ROA e o ROE. Finalmente, após testar o efeito das variáveis de controle específicas de cada país, descobrimos que o PIB afeta negativamente o ROE, enquanto a governança afeta negativamente tanto o ROA quanto o ROE.

Tabela 12

Regressões múltiplas para o segundo modelo matemático

Variáveis	Modelo ROA			Modelo ROE			Modelo QT		
	β	t	Sig.	β	t	Sig.	β	t	Sig.
Independente e Moderadora									
ESG*LEI	-0,699	-2,910	0,004	0,174	0,720	0,472	-0,239	-0,981	0,327
Controle (Empresa)									
AF	-0,064	-9,089	0,000	-0,008	-1,161	0,246	-0,002	-0,246	0,806
TA	-0,091	-12,345	0,000	-0,033	-4,467	0,000	-0,004	-0,541	0,588
Controle (País)									
PIB	-0,006	-0,885	0,376	-0,028	-3,947	0,000	-0,004	-0,608	0,543
GOV	-0,105	-12,410	0,000	-0,069	-8,066	0,000	-0,013	-1,514	0,13
F	55,640			37,132			2,398		
Sig.	0,000			0,000			0,008		
R ²	0,028			0,019			0,001		
R ² Ajustado	0,027			0,018			0,001		

4.2.3 Relação entre Medidas de Divulgação de Sustentabilidade Separadas (E, S e G) e Desempenho da Empresa: (Modelo Matemático 1 vs. Modelo Matemático 2)

Conforme mostrado na Tabela 13 a seguir, os resultados revelam que E, S e G têm um impacto sobre desempenho operacional se medido separadamente, conforme evidenciado pelos coeficientes e os p-valores inferiores a 5% (0,000). Portanto, aceitamos as hipóteses alternativas: *H1.A: A divulgação ambiental afeta o desempenho operacional de uma empresa; H1.B: A divulgação social afeta o desempenho operacional de uma empresa; e H1.C: A divulgação de governança afeta o desempenho operacional de uma empresa.*

Da mesma forma, a inclusão de LEI como variável moderadora afeta positivamente as relações entre os componentes E, S e G e o desempenho operacional, como evidenciado pelos coeficientes e os p-valores inferiores a 5% (0,005, 0,012 e 0,000). Portanto, aceitamos as seguintes hipóteses alternativas: *H1.A: A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação ambiental e desempenho operacional. H1.B: A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação social e desempenho operacional. H1.C: A lei de relatórios de sustentabilidade modera a relação entre divulgação de governança e desempenho operacional.*

Tabela 13

Regressões Múltiplas para medidas de divulgação de sustentabilidade separadas

Variáveis	Modelo ROA			Modelo ROE			Modelo QT		
	β	t	Sig.	β	T	Sig.	β	t	Sig.
Modelo 1									

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

E	0,571	4,072	0,000	-0,096	-0,682	0,495	0,121	0,852	0,394
S	0,239	3,793	0,000	-0,029	-0,450	0,653	0,090	1,399	0,162
G	0,189	5,054	0,000	0,052	1,379	0,168	0,030	0,784	0,433
Modelo 2									
E*LEI	0,413	2,797	0,005	-0,126	-0,848	0,396	0,114	0,759	0,448
S*LEI	0,175	2,522	0,012	-0,055	-0,789	0,430	0,096	1,363	0,173
G*LEI	0,189	3,336	0,001	-0,001	-0,020	0,984	0,055	0,948	0,343

4.3 Discussões

4.3.1 Relação entre ESG e Desempenho Operacional de uma Empresa

Ainda que uma hipótese seja aceita, ela pode ter resultados diferentes (positivos ou negativos), conforme mostrado na Tabela 14 a seguir a divulgação do relatório de sustentabilidade (ESG) afeta negativamente o desempenho operacional (ROA) de uma empresa. Esse resultado está de acordo com um estudo recente de Duque-Grisales e Aguilera-Caracue (2019), que analisou dados do Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru para os cinco anos de 2011 a 2015 e constatou que a relação entre a pontuação ESG e ROA foi estatisticamente significativo e negativo. No entanto, esse resultado contrasta com muitos outros estudos recentes que encontraram uma relação positiva entre ESG e ROA (Deng & Cheng, 2019; Zhao et al., 2018; Lins et al., 2017).

Na verdade, a maioria das empresas ainda opta por não divulgar informações de sustentabilidade porque precisam recrutar e treinar novos contadores para entender e preparar relatórios de sustentabilidade. Eles acham que esses custos adicionais podem exceder os benefícios no curto prazo. Além disso, os relatórios de sustentabilidade podem ter um impacto negativo nos ativos intangíveis, como a lealdade dos funcionários (Ittner e Larcker, 1998; McGuire et al., 1998; Lee et al., 2013). Por isso, os resultados apoiam a teoria dos gastos dos acionistas e confirmam que a divulgação de informações sobre ESG pode levar à utilização ineficiente dos ativos da empresa (Lee & Faff, 2009).

No entanto, conforme mostrado na Tabela 14, quando os componentes de ESG são considerados separadamente, isso tem um efeito positivo no desempenho operacional (ROA) de uma empresa. A divulgação ambiental afetou positivamente o desempenho operacional de uma empresa. Esse resultado confirma estudo de Jo e Harjoto (2011), que afirma que a divulgação de informações sobre práticas ambientais melhorou o desempenho operacional. A divulgação social afetou positivamente o desempenho operacional de uma empresa. Isso corrobora os resultados de um estudo de Margolis e Walsh (2003) que descobriu que a divulgação de informações sociais sobre uma empresa melhorou seu retorno sobre os ativos. A divulgação de governança afetou positivamente o desempenho operacional de uma empresa. Este resultado concorda com os resultados de dois estudos de Gompers et al. (2003; 2010) que descobriram que a divulgação de governança melhorou o desempenho da empresa.

Quando a amostra foi dividida em setores, verificou-se que a divulgação do relatório de sustentabilidade afeta o desempenho operacional de cinco setores de sete (energia, manufatura, bancos e serviços financeiros, varejo e turismo setores). No setor de bancos e serviços financeiros, o efeito foi negativo. O setor bancário e de serviços financeiros está respondendo mais lentamente do que outros setores aos desafios da sustentabilidade (Jeucken, 2004). Jeucken e Bouma (1999) afirmaram que os bancos são lentos em examinar os impactos sociais e ambientais de seu desempenho. No entanto, os restantes quatro setores afetados (setores de energia, indústria transformadora, retalho e turismo) tiveram o seu desempenho operacional afetado positivamente pelos relatórios de sustentabilidade. Esses resultados estão de acordo com os de Aouadi e Marsat (2018) e Velte (2017) que encontraram uma relação positiva entre ESG e ROA.

Tabela 14

Resumo dos Sinais de Resultados de Desempenho ESG e da Empresa

Variáveis	Modelo ROA	Modelo ROE	Modelo QT
-----------	------------	------------	-----------

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

ESG	-	Não Sig.	Não Sig
E	+	Não Sig	Não Sig
S	+	Não Sig	Não Sig
G	+	Não Sig	Não Sig

Nota: Significante em 5%.

4.3.2 Efeito de uma Lei de Relatórios de Sustentabilidade na Relação entre ESG e o Desempenho Operacional de uma Empresa

A Tabela 15 a seguir resume os resultados das hipóteses. Mesmo que as hipóteses sejam aceitas, elas podem ter resultados diferentes (positivos ou negativos), como mostra a Tabela 16. Uma obrigatoriedade, por meio de Lei, afeta negativamente a relação entre ESG e o desempenho operacional de uma empresa. Esse resultado contradiz a teoria da *accountability*. A obrigatoriedade da lei de divulgação ambiental é vista como uma barreira para melhorar o ROA. No entanto, conforme mostrado na Tabela 16, quando os componentes de ESG são considerados separadamente, a Lei afetou positivamente a relação entre divulgação ambiental e desempenho operacional de uma empresa.

A Lei afetou positivamente a relação entre divulgação social e o desempenho operacional de uma empresa. Este resultado está de acordo com a teoria da responsabilidade. Quanto maior a regulamentação da divulgação da responsabilidade social corporativa pelo governo, maior o ROA. A Lei afetou, ainda, positivamente a relação entre a divulgação de governança e o desempenho operacional de uma empresa. Esse resultado sugere que as leis obrigatórias sobre divulgação de governança melhoram o desempenho operacional de uma empresa. As empresas relatam questões de governança para confirmar o impacto da governança em suas operações, como melhorar a reputação de uma empresa e construir ou manter a confiança da comunidade, além de antecipar e resolver problemas relacionados à governança, como implementar medidas anticorrupção, antiextorsão e anticorrupção. iniciativas de suborno; integrar a sustentabilidade nas decisões de gestão; e salvaguardando reputações.

Quando a amostra foi dividida em setores, verificou-se que a Lei afetou a relação entre ESG e o desempenho operacional de uma empresa em cinco setores de sete (energia, manufatura, bancos e serviços financeiros, varejo e turismo). No setor de bancos e serviços financeiros, o efeito foi negativo. Esse resultado contradiz a teoria da *accountability*. No entanto, os demais setores (setores de manufatura, varejo, energia e turismo) tiveram um efeito positivo. Nesses setores, o papel de uma Lei aprimora a relação entre a divulgação ESG e o desempenho operacional. Portanto, a regulamentação governamental desempenha um papel importante na divulgação dos relatórios de sustentabilidade. Uma lei que obriga os relatórios de sustentabilidade mitiga os debates sobre a credibilidade dos relatórios de sustentabilidade (Birkey et al., 2015; Dhaliwal et al., 2014; Ruhnke & Gabriel, 2013). Problemas com relatórios de sustentabilidade foram confirmados por muitos autores (Birkey et al., 2016). Eles argumentaram que a divulgação não regulamentada e voluntária de sustentabilidade é um desafio central para as partes interessadas que devem determinar se as informações de sustentabilidade são completas e confiáveis, conforme recomendado pela GRI (GRI, 2016). Assim, a prestação de contas pode oferecer reconhecimento de como as partes interessadas internas (ou seja, funcionários) veem uma empresa como responsável por seus impactos ambientais, sociais e de governança, juntamente com seu impacto operacional (Milne & Gray, 2007; Gray et al., 1997; Gray et al., 1995).

4.3.3 Efeito de uma Lei de Relatórios de Sustentabilidade na Relação entre ESG e o Desempenho Financeiro de uma Empresa

Semelhante, conforme demonstrado nas Tabelas 14 e 15 quando os componentes de ESG são considerados separadamente. A Lei não afetou a relação entre a divulgação ambiental e o desempenho financeiro de uma empresa. Esse resultado contraria a teoria da

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

accountability. Quanto maior a regulamentação da divulgação ambiental pelo governo, maior o ROE. Isso indica que os acionistas não estão muito preocupados com a forma como as empresas em que investem estão cumprindo a lei do país sobre divulgação ambiental. A obrigatoriedade não afetou a relação entre divulgação social e o desempenho financeiro de uma empresa. Este resultado é contrário à teoria da responsabilização. Quanto maior a regulamentação da divulgação de RSC pelo governo, maior o ROE.

A obrigatoriedade, via Lei, não afetou a relação entre a divulgação de governança e o desempenho financeiro de uma empresa. Esses resultados estão em contradição com a teoria da responsabilização. Quanto maior a regulamentação da divulgação de governança pelo governo, menor o ROE. Os investidores não estão dispostos a pagar mais em empresas que implementam os princípios de governança. A governança os auxilia no monitoramento dos controles, na resolução de conflitos de interesse e na aplicação da transparência (Buallay et al., 2017). Uma lei obrigatória sobre governança corporativa garante o cumprimento de normas, regulamentos e leis, principalmente aqueles relacionados a questões econômicas, ambientais e sociais, e a implementação de ações corretivas, que ajudam a empresa a manter sua sustentabilidade no longo prazo.

Quando a amostra foi dividida em setores, verificou-se que uma Lei afetou a relação entre ESG e o desempenho financeiro de uma empresa em apenas quatro setores de sete (manufatura, bancos e serviços financeiros, e varejo). No setor de bancos e serviços financeiros, o efeito foi negativo. Esse resultado contradiz a teoria da *accountability*. A Lei pode ainda reduzir o valor de uma empresa trazendo custos adicionais – por exemplo, custos de preparação. Da mesma forma, forçar as empresas a divulgar mais informações ESG por lei abre a porta para outras partes interessadas exigindo mais práticas de sustentabilidade. Por exemplo, as organizações da sociedade civil podem pressionar as empresas a melhorar ainda mais as condições de trabalho, o que de fato pode aumentar os custos e levar à diminuição do ROE. No entanto, os restantes setores, registaram efeitos positivos. Nesses setores, o papel de uma Lei melhorou a relação entre a divulgação ESG e o desempenho financeiro. Portanto, a *accountability* pode oferecer reconhecimento de como os acionistas e investidores institucionais veem uma empresa como responsável por seus impactos ambientais, sociais e de governança, juntamente com seu impacto financeiro (Milne & Gray, 2007; Gray et al., 1997; Gray et al., 1995).

4.3.4 Efeito da Lei de Relatórios de Sustentabilidade na Relação entre ESG e o Desempenho de Mercado de uma Empresa

Conforme mostrado nas Tabelas 15 e 16, obrigar a publicação de relatórios de sustentabilidade através da Lei não afetou a relação entre ESG e o desempenho de mercado de uma empresa. Uma Legislação específica não afetou a relação entre a divulgação ambiental e o desempenho de mercado de uma empresa. Este resultado é contrário à teoria da responsabilização. Quanto maior a regulamentação da divulgação ambiental pelo governo, menor o valor da empresa. Esta obrigatoriedade não afetou a relação entre divulgação social e desempenho de mercado de uma empresa. Este resultado está em contradição com a teoria da responsabilização. Quanto menor a regulamentação da divulgação de RSC pelo governo, maior o valor da empresa.

Tabela 15

Resumo do Efeito da LEI nos Resultados das Hipóteses ESG e ROA

Variáveis	Modelo ROA	Modelo ROE	Modelo QT
ESG	-	Não Sig.	Não Sig
E	+	Não Sig	Não Sig
S	+	Não Sig	Não Sig
G	+	Não Sig	Não Sig

A = ACEITAR

R – REJEITAR

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 16

Resumo do Efeito da LEI nos Sinais de Resultados ESG e ROA

Variáveis	Modelo ROA	Modelo ROE	Modelo QT
ESG	-	Não Sig.	Não Sig
E	+	Não Sig	Não Sig
S	+	Não Sig	Não Sig
G	+	Não Sig	Não Sig

Nota: Significante em 5%.

A Lei também não afetou a relação entre a divulgação de governança e o desempenho de mercado de uma empresa. A lei associada à divulgação de governança é vista como uma barreira para aumentar o valor de mercado da empresa. Quando a amostra foi dividida em setores, verificou-se que a legislação específica afetou a relação entre ESG e o desempenho de mercado de uma empresa em apenas três setores de sete (manufatura, bancos e serviços financeiros, e varejo). No setor de bancos e serviços financeiros, o efeito foi negativo. Esse resultado contradiz a teoria da *accountability*. O preço das ações ou valor de mercado de uma empresa é visto como a forma mais objetiva de classificar uma empresa, e quaisquer outros objetivos não financeiros tornarão a empresa menos eficaz (Friedman, 1962). Esta obrigatoriedade é vista pelos bancos e pelo setor de serviços financeiros como uma redução do valor de uma empresa ao divulgar informações de sustentabilidade. O impacto negativo de uma Lei na relação entre ESG e retorno do mercado indica que, até certo ponto, a aplicação pelo governo dos gastos ESG não é recompensadora.

No entanto, os outros dois setores (manufatura e varejo) tiveram efeitos positivos. Esses setores sustentam os efeitos da teoria da responsabilidade na relação entre ESG e desempenho de mercado. É claro que esses setores pensaram que o cumprimento da lei atende às necessidades dos stakeholders, o que eleva o desempenho da empresa ao fortalecer suas relações com seus stakeholders.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como objetivo investigar o papel moderador da lei de relatórios de sustentabilidade do país na relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa. Para isso, duas perguntas precisam ser respondidas. *Qual é a relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa? E existe um efeito da lei de relatórios de sustentabilidade do país sobre a relação entre o nível de relatórios de sustentabilidade e o desempenho da empresa?*

Os resultados mostram que a divulgação de relatórios de sustentabilidade (ESG) afeta negativamente o desempenho operacional (ROA) de uma empresa. No entanto, quando os componentes do ESG são considerados separadamente, isso tem um efeito positivo no desempenho operacional (ROA) de uma empresa. Por outro lado, a divulgação de relatórios de sustentabilidade (ESG) não afeta o desempenho financeiro e de mercado de uma empresa (ROE e QT). Além disso, o resultado mostra que a inclusão de lei como variável moderadora afeta negativamente a relação entre ESG e o desempenho operacional de uma empresa. No entanto, quando os componentes do ESG são considerados separadamente, uma lei tem um efeito positivo na relação entre E, S e G e o desempenho operacional da empresa (ROA). Por outro lado, o resultado mostra que a inclusão da obrigatoriedade como variável moderadora não afeta a relação entre ESG e o desempenho financeiro e mercadológico de uma empresa.

Pesquisas anteriores sobre a relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho da empresa usaram a teoria dos stakeholders ou a teoria da legitimidade. Uma tendência recente nos estudos contábeis utiliza teorias integradas para abordar o tema dos relatórios de sustentabilidade (Lokuwaduge & Heenetigala, 2017). Os pesquisadores reconheceram uma ligação clara entre as teorias das partes interessadas e da legitimidade (Soobaroyen & Mahadeo, 2016). No presente estudo, usamos uma amostra de 85 países, desenvolvidos e em desenvolvimento, e integramos a teoria da economia política para controlar o cenário político-

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

econômico desses países. Como este artigo investiga o papel moderador da lei de relatórios de sustentabilidade de um país na relação entre relatórios e desempenho, vinculamos uma quarta teoria – a teoria da responsabilidade – ao nosso arcabouço conceitual, que aprofunda nossa compreensão dos efeitos de tais leis sobre essa relação.

Como uma contribuição prática inicial para o campo, este artigo usa uma mistura de medidas baseadas em contabilidade e medidas baseadas no mercado. Em segundo lugar, este artigo estuda as relações separadas entre cada área de relatório de sustentabilidade (ambiental, social e governança) e o desempenho da empresa. Também avalia múltiplas medidas de desempenho (operacional, financeira e de mercado). Como terceira contribuição prática para o campo, o estudo investiga o papel moderador da lei de relatórios de sustentabilidade de um país na relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho da empresa. Recomenda-se aos gestores desse setor que se concentrem em sua estratégia de governança e divulguem mais informações sobre governança para aumentar o valor de mercado da empresa.

Pesquisas futuras podem usar métodos de pesquisa mistos (quantitativos e qualitativos). Apoiar a análise de dados secundários com algumas fontes primárias, como entrevistas com os gestores das empresas, pode permitir uma melhor compreensão das motivações por trás das práticas de sustentabilidade. Outras pesquisas futuras poderiam realizar testes semelhantes dividindo o modelo em áreas geográficas (países) para explorar as variações e semelhanças entre os países. A inclusão da GRI como variável de controle no mesmo modelo aplicado pode fornecer informações adicionais sobre os efeitos dessa diretriz na relação entre relatórios de sustentabilidade e desempenho da empresa. Por fim, um caminho frutífero para pesquisas futuras seria investigar as mudanças na demanda e na quantidade de relatórios de sustentabilidade produzidos ao longo do tempo.

REFERÊNCIAS

- Adams, C. A., & Whelan, G. (2009). Conceptualising future change in corporate sustainability reporting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(1), 118-143.
- Amin-Chaudhry, A. (2016). Corporate social responsibility—from a mere concept to an expected business practice. *Social Responsibility Journal*, 12(1), 190-207.
- Anderson, M.J. 2006. Distance-Based Tests for Homogeneity of Multivariate Dispersions. *Biometrics*, 62:245-253.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047.
- Balabanis, G., Phillips, H. C., & Lyall, J. (1998). Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked?. *European business review*, 98(1), 25-44.
- Baumgartner, R. J., & Rauter, R. (2017). Strategic perspectives of corporate sustainability management to develop a sustainable organization. *Journal of Cleaner Production*, 140, 81- 92.
- Callan, S. J., & Thomas, J. M. (2009). Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), 61-78.
- Carter, C. R., Kale, R., & Grimm, C. M. (2000). Environmental purchasing and firm performance: an empirical investigation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 36(3), 219-228.
- Castaldo, S., Perrini, F., Misani, N., & Tencati, A. (2009). The missing link between corporate social responsibility and consumer trust: The case of fair trade products. *Journal of business ethics*, 84(1), 1-15.
- Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014), "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, Vol. 35, No. 1, pp. 1-23.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic management journal*, 30(8), 895-907.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2011). Qualitative research. *Business research methods*, 4(1), 160-182.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2019). Corporate Sustainability, Capital Markets, and ESG Performance. In *Individual Behaviors and Technologies for Financial Innovations* (pp. 287-309). Springer, Cham.
- George, D. (2011), *SPSS for Windows Step by Step: A Simple Study Guide and Reference*, 17.0 update, 10/e, Pearson Education India.
- Goldsmith, E. B., & Goldsmith, R. E. (2011). Social influence and sustainability in households. *International journal of consumer studies*, 35(2), 117-121.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2010). Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18-32.
- Gray, R., Dey, C., Owen, D., Evans, R., & Zadek, S. (1997). Struggling with the praxis of social accounting: Stakeholders, accountability, audits and procedures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10(3), 325-364.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gray, R., Owen, D., & Adams, C. (1996). *Accounting & accountability: changes and challenges in corporate social and environmental reporting*. Prentice Hall.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & society*, 36(1), 5-31.
- Gujarati, D.N. and Porter, D.C. (2003), *Basic Econometrics*, 4th ed., McGraw-Hill, New York, NY.
- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of cleaner production*, 59, 5-21.
- Imoniana, J. O., Soares, R. R., & Domingos, L. C. (2018). A review of sustainability accounting for emission reduction credit and compliance with emission rules in Brazil: A discourse analysis. *Journal of cleaner production*, 172, 2045-2057.
- International Integrated Reporting Council (IIRC) (2013a), *Business and Investors Explore the Sustainability Perspective of Integrated Reporting: IIRC Pilot Programme Yearbook 2013*, International Integrated Reporting Committee (IIRC), London.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Harvard Business School research working paper, (11-100).
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of accounting research*, 36, 1-35.
- Jacobs, B. W., Singhal, V. R., & Subramanian, R. (2010). An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm. *Journal of Operations Management*, 28(5), 430-441.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103(3), 351-383.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Lin, C. H., Yang, H. L., & Liou, D. Y. (2009). The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan. *Technology in Society*, 31(1), 56-63.
- Lindgreen, A., Antico, M., Harness, D., & van der Sloot, R. (2009). Purchasing and marketing of social and environmental sustainability for high-tech medical equipment. *Journal of Business Ethics*, 85(2), 445-462.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Lokuwaduge, C. S. D. S., & Heenetigala, K. (2017). Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438-450.
- López, M. V., García, A., & Rodríguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300.
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of management review*, 32(3), 817-835.
- Mahadeo, J. D., & Soobaroyen, T. (2016). A longitudinal study of the implementation of the corporate governance code in a developing country: the case of Mauritius. *Business & Society*, 55(5), 738-777.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), 268-305.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31(4), 854-872.
- Milne, M. J., & Gray, R. (2007). Future prospects for corporate sustainability reporting. *Sustainability accounting and accountability*, 1, 184-207.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences. *Sustainability*, 11(5), 1404.
- Porter, M., & Siggelkow, N. (2008). Contextuality within activity systems and sustainability of competitive advantage. *Academy of Management Perspectives*, 22(2), 34-56.
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429.
- Riahi-Belkaoui, A. (1992). Executive compensation, organizational effectiveness, social performance and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(1), 25-38.
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of management*, 35(3), 718- 804.
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202-222.
- Taoketao, E., Feng, T., Song, Y., & Nie, Y. (2018). Does sustainability marketing strategy achieve payback profits? A signaling theory perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1039-1049.
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, 10(8), 2607.