

A relação entre a divulgação dos conteúdos das normas consolidadas do GRI e o valor de mercado das organizações da B3

The relationship between the disclosure of the contents of the GRI consolidated standards and the market value of B3 organizations

Leonardo Mendes Tsumuraya <https://orcid.org/0009-0000-3126-5894> Graduado em Ciências Contábeis. Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP) – Brasil. leonardotsumuraya4@gmail.com

Leonardo Fabris Lugoboni <https://orcid.org/0000-0003-1396-9681> Doutor em Administração. Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP) / Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil. leonardo.lugoboni@gmail.com

José Milton Almeida da Silva <https://orcid.org/0000-0002-5282-4584> Doutor em Administração. Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP) – Brasil. jose.milton@unifesp.br

José Orcélio do Nascimento <https://orcid.org/0000-0002-1790-1863> Doutor em Administração. Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil. jorcelio@uol.com.br

RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar se há diferenças significativas no valor de mercado associadas à evidenciação dos conteúdos das normas do GRI. A pesquisa caracteriza-se como descritiva e documental, sendo realizada a partir da análise dos relatórios de sustentabilidade de 216 empresas listadas na B3 em junho de 2024. Foi aplicado o teste de regressão com erros-padrão robustos, utilizando o software Stata®. Os resultados indicaram que a pontuação ESG total está positivamente associada ao valor de mercado das empresas. Isoladamente, os fatores Social e de Governança também apresentaram relação positiva e significativa com o valor de mercado, enquanto o fator Ambiental, apesar de apresentar coeficiente positivo, não demonstrou significância estatística. Como contribuição, este estudo amplia a compreensão sobre a relação entre práticas ESG e desempenho financeiro no Brasil, evidenciando as limitações da divulgação ambiental e apontando para lacunas de materialidade em alguns setores. Além disso, destaca a necessidade de aprofundamento em futuras pesquisas, sobretudo com foco setorial e análise longitudinal.

Palavras-chave: ESG; GRI; sustentabilidade; valor de mercado; B3.

ABSTRACT

This study aimed to determine whether there are significant differences in market value associated with the disclosure of content aligned with GRI standards. The research is descriptive and documentary in nature and was conducted through an analysis of sustainability reports from 216 companies listed on B3 as of June 2024. A regression test with robust standard errors was applied using the Stata

software. The results indicated that the overall ESG score is positively associated with the companies' market value. When analyzed separately, the Social and Governance factors also showed a positive and statistically significant relationship with market value, whereas the Environmental factor, despite its positive coefficient, did not demonstrate statistical significance. As a contribution, this study enhances understanding of the relationship between ESG practices and financial performance in Brazil, highlighting limitations in environmental disclosure and pointing to materiality gaps in certain sectors. Moreover, it underscores the need for further research, especially with a sectoral focus and longitudinal analysis.

Keywords: ESG; GRI; sustainability; market value; B3.

Recebido em 17/01/2026. Aprovado em 01/04/2026. Avaliado pelo sistema *double blind peer review*. Publicado conforme normas da ABNT.

<https://doi.org/10.22279/navus.v18.2291>

1 INTRODUÇÃO

Para que um capitalismo mais responsável seja possível, torna-se necessário o estabelecimento de princípios universais de responsabilidade em nossa sociedade. Pessoas e empresas precisam ser vistas como responsáveis pelas consequências de suas ações (Freeman, 2017).

Segundo Borsatto, Baggio e Brum (2023), cada vez mais vemos investidores que, em seus critérios para investimento, consideram fatores sociais e ambientais como relevantes, obrigando as empresas a tomarem ações no âmbito socioambiental para que sigam competitivas no contexto atual.

Esse cenário é nomeado pelo conceito de *Environmental, Social and Governance* (ESG), em português: Ambiental, Social e Governança, que abrange uma ampla gama de questões, desde a emissão de carbono até as práticas trabalhistas e de corrupção, sendo justificado pela necessidade de estabelecer critérios e práticas que orientem o papel e a responsabilidade das empresas em relação a tais fatores (Irigaray; Stocker, 2022).

Existem na literatura estudos que associam positivamente a adoção de uma agenda ESG ao aumento de valor das empresas. Ahmad, Mobarek e Roni (2021) estudaram empresas listadas no *Financial Times Stock Exchange 350 Index* (FTSE 350) e concluíram que altas pontuações ESG estão associadas a um melhor desempenho financeiro, mas o tamanho da empresa pode influenciar essa correlação. Kim e Li (2021) concluíram que boas pontuações ESG, especialmente nos fatores social e de governança, estão ligadas a melhores classificações de crédito para empresas, apesar de uma relação negativa com o fator ambiental.

Por sua vez, Fu e Li (2023) analisaram que um alto desempenho ESG melhora significativamente o retorno sobre o patrimônio (ROE) e o desempenho financeiro, sendo também positivamente influenciado por transformações digitais. Zhao *et al.* (2018) identificaram que, no setor energético, o desempenho ESG apresenta relação positiva com o desempenho financeiro por meio da análise do retorno sobre o capital investido (ROCE) das empresas.

Chininga, Alhassan e Zeka (2024) constataram que esforços ambientais melhoram o ROE e o Q de Tobin das empresas, enquanto iniciativas sociais e de governança podem ter um impacto negativo na performance financeira. Mesmo sendo possível observar trabalhos que relacionam o desempenho de ESG e os resultados financeiros, é necessário salientar que a materialidade não é universal; cada empresa deve definir a sua (Calabrese *et al.*, 2019).

Nesse contexto, a definição e operacionalização da materialidade em ESG têm sido fortemente influenciadas por frameworks internacionais de reporte, com destaque para o *Global Reporting Initiative* (GRI). Suas diretrizes, amplamente difundidas, estruturam o processo pelo qual organizações identificam, priorizam e comunicam seus impactos ambientais, sociais e de governança, contribuindo para a padronização das práticas de *disclosure* em sustentabilidade.

Em 2000, a versão inicial das diretrizes da GRI foi lançada, estabelecendo a primeira estrutura global para relatórios de sustentabilidade. Outras versões do guia foram publicadas em 2002 e 2006, oferecendo orientações fundamentais para empresas na elaboração de relatórios de desenvolvimento sustentável, utilizando indicadores de desempenho ambiental corporativo (Mougenot; Doussoulin, 2024). O GRI também propõe a confecção de uma matriz de materialidade para que as empresas identifiquem e classifiquem aspectos de sustentabilidade, baseando-se na importância para os *stakeholders* e nos impactos da empresa, influenciando o detalhamento na comunicação desses aspectos (Calabrese *et al.*, 2019).

Nesse sentido, apresenta-se como questão de pesquisa: A preocupação com os conteúdos das normas do GRI tem o seu reflexo observado no valor de mercado das empresas? Busca-se, como

objetivo neste artigo, analisar se há diferenças significativas no valor de mercado associadas à evidenciação dos conteúdos das normas do GRI.

Mesmo que o conceito ESG possa representar uma tendência no cenário corporativo atual, sua aderência tem encontrado resistência ou seus impactos têm sido diferentes do esperado em certos ramos de atividades.

Há trabalhos que foram realizados em contextos diferentes, como China (Li *et al.*, 2023), África do Sul (Steenkamp, 2018), EUA (Erhemjamts; Huang; Tehranian, 2024) e estudos considerando diversos países (Beckmann; Rogmann, 2024). No entanto, nenhum deles buscou uma análise baseada nas normas padronizadas do GRI e a verificação das respostas individuais para cada uma delas por meio do sumário GRI, adotado pela grande maioria das empresas que divulgam algum tipo de relatório de sustentabilidade e relato integrado. Também foram analisadas pesquisas realizadas no Brasil (Moreira *et al.*, 2023; Casquel *et al.*, 2024; Zaro; Araújo; Zaro, 2024; Bernardes; Brandalise; Bonamigo, 2024; Silva; Mascena, 2024; Vieira *et al.*, 2021; Oliveira *et al.*, 2014; Sucena; Marinho, 2019), e, embora alguns desses trabalhos tenham relacionado o padrão GRI ao tema, nenhum deles envolveu todas as empresas listadas na B3 que possuem alguma divulgação no âmbito ESG, tendo a maioria optado pela análise de setores específicos ou pela utilização de critérios diferentes para mensurar seus estudos.

Além disso, há divergência na interpretação dos relatórios de sustentabilidade das empresas em relação aos motivos que as levaram a aderir a tais práticas. Khan (2022) argumenta que uma possível motivação estaria relacionada à Teoria da Legitimidade e à Teoria Institucional, quando as empresas divulgam relatórios não financeiros para legitimar seus esforços de sustentabilidade, muitas vezes em resposta à pressão dos *stakeholders*.

Vale destacar também que, paralelamente aos esforços reais em direção a práticas sustentáveis, o termo '*greenwashing*' descreve a falsa preocupação que uma instituição pode expressar com o intuito de maximizar lucros. Essa atitude tem o potencial de enganar os *stakeholders* por meio de informações incompletas. No entanto, também pode fornecer motivação para que as empresas invistam, de fato, em práticas sustentáveis (Wu; Zhang; Xie, 2020).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico são apresentados os aspectos teóricos que sustentam a relação entre as práticas de sustentabilidade corporativa, baseadas no conceito de ESG, e o desempenho financeiro das empresas.

2.1 ESG

Segundo Li *et al.* (2021), *Environmental, Social and Governance* (ESG) é um valor de desenvolvimento sustentável que considera benefícios econômicos, ambientais, sociais e de governança. É uma filosofia de investimento focada no aumento do valor a longo prazo, oferecendo uma abordagem abrangente e realista para a governança corporativa.

De acordo com Sheehan *et al.* (2023), as ações que podem otimizar o desempenho ESG das empresas envolvem a redução de danos infligidos pela empresa à sociedade, como, por exemplo, o aumento de investimentos limpos que possam reduzir as emissões de carbono, poluição e resíduos, ao mesmo passo em que melhoram as condições para o bem-estar dos funcionários, a diversidade e o impacto na comunidade.

Tais práticas e preocupações não se limitam apenas aos esforços voluntários por parte das empresas, como no caso europeu, no qual a Comissão Europeia instituiu o Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis, estabelecendo uma classificação de fundos adotando critérios ESG em três níveis, conforme seus objetivos de sustentabilidade. Além de coibir iniciativas que utilizam ESG apenas como estratégia de maximização de lucros, essa categorização busca facilitar a comparação entre investimentos ESG, proporcionando aos investidores maior acesso à informação para a tomada de decisão (Fu; Li, 2023).

A Resolução CVM nº 193/2023 estabeleceu regras para a elaboração e divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base nos padrões do International Sustainability Standards Board (ISSB). Inicialmente, a norma previa a obrigatoriedade de adoção pelas companhias abertas a partir de 2026. Entretanto, essa obrigatoriedade foi posteriormente revogada pela Resolução CVM nº 244/2026, passando-se a adotar um regime voluntário de divulgação, observadas as normas do Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (CBPS) aprovadas pela CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2023, 2026).

2.1.1 Conteúdo das normas consolidadas do GRI

A materialidade é o conjunto de temas materiais considerados relevantes para as empresas e seus respectivos grupos de *stakeholders*. Para Jay Whitehead (2017), a análise de materialidade é uma técnica importante para identificar e priorizar questões de sustentabilidade, servindo como um passo inicial essencial na adoção de indicadores de sustentabilidade.

Organizações como o GRI apoiam o uso da análise de materialidade, promovendo padrões internacionais para relatar indicadores de sustentabilidade em diversas áreas, com flexibilidade para as empresas destacarem as questões mais relevantes para elas e seus *stakeholders* (Landrum; Ohsowski, 2018).

O GRI propõe a organização da materialidade em normas. Tais normas constituem um sistema modular de normas inter-relacionadas, estruturado em três séries principais: as Normas Universais, aplicáveis a todas as organizações; as Normas Setoriais, direcionadas a setores específicos; e as Normas Temáticas, cada uma abordando aspectos relevantes de um tema específico organizados em conteúdos, como, por exemplo, no caso da norma 101, que aborda a biodiversidade e é organizada em oito conteúdos, conforme demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1 – Norma GRI 101 e seus conteúdos

GRI 101 - Biodiversidade 2024
101-1 Políticas para deter e reverter a perda de biodiversidade
101-2 Gestão de impactos na biodiversidade
101-3 Acesso e repartição justa e equitativa de benefícios
101-4 Identificação de impactos na biodiversidade
101-5 Locais com impactos na biodiversidade
101-6 Fatores diretos de perda de biodiversidade
101-7 Mudanças no estado da biodiversidade
101-8 Serviços ecossistêmicos

Fonte: Global Reporting Initiative ([s.d.]).

No Quadro 2, apresenta-se um resumo com todas as normas consideradas para este trabalho. Tais normas estão inseridas nos escopos das normas universais e temáticas. As normas setoriais não foram consideradas, pois dizem respeito a setores específicos da economia, e este estudo busca analisar uma amostra que abrange vários setores econômicos. Ademais, os demais grupos de normas já abordam os conteúdos específicos das normas setoriais.

Quadro 2 – Lista de normas do GRI utilizadas

GRI 2 - Conteúdos Gerais 2021
GRI 3 - Temas Materiais 2021
GRI 101 - Biodiversidade 2024
GRI 201 - Desempenho Econômico 2016
GRI 202 - Presença no Mercado 2016
GRI 203 - Impactos Econômicos Indiretos 2016
GRI 204 - Práticas de Compra 2016
GRI 205 - Combate à Corrupção 2016
GRI 206 - Concorrência Desleal 2016
GRI 207 - Tributos 2019
GRI 301 - Materiais 2016
GRI 302 - Energia 2016
GRI 303 - Água e efluentes 2018
GRI 304 - Biodiversidade 2016
GRI 305 - Emissões 2016
GRI 306 - Efluentes e Resíduos 2016
GRI 306 - Resíduos 2020
GRI 308 - Avaliação Ambiental de Fornecedores 2016
GRI 401 - Emprego 2016
GRI 402 - Relações de Trabalho 2016
GRI 403 - Saúde e Segurança do Trabalho 2018
GRI 404 - Capacitação e Educação 2016
GRI 405 - Diversidade e Igualdade de Oportunidades 2016
GRI 406 - Não Discriminação 2016
GRI 407 - Liberdade Sindical e Negociação Coletiva 2016
GRI 408 - Trabalho Infantil 2016
GRI 409 - Trabalho Forçado ou Análogo ao Escravo 2016
GRI 410 - Práticas de Segurança 2016
GRI 411 - Direitos de Povos Indígenas 2016
GRI 413 - Comunidades Locais 2016
GRI 414 - Avaliação Social de Fornecedores 2016
GRI 415 - Políticas Públicas 2016
GRI 416 - Saúde e Segurança do Consumidor 2016
GRI 417 - Marketing e Rotulagem 2016
GRI 418 - Privacidade do Cliente 2016

Fonte: Global Reporting Initiative ([s.d.]).

2.2 A Relação entre ESG e os Resultados Financeiros

A mensuração dos impactos da adoção de iniciativas ESG nos resultados financeiros das empresas é uma atividade complexa. A literatura disponível sobre o tema apresenta muitos trabalhos com resultados distintos e, por vezes, paradoxais (Khan, 2022). Tal complexidade decorre da grande variedade de estudos que utilizam indicadores financeiros e não financeiros para mensurar o impacto das iniciativas ESG nos resultados econômicos e que, embora frequentemente apresentem conclusões semelhantes, também exibem resultados divergentes e até conflitantes.

Após uma análise da literatura sobre o tema, foi possível formular o Quadro 3, contendo estudos que abordaram a relação entre os resultados financeiros e a divulgação de ações no escopo do ESG. O quadro apresenta relações estatísticas entre os resultados financeiros e o *disclosure* de ESG, bem como ambas em alguns casos. Inicialmente, foram analisados trabalhos baseados em uma variedade de indicadores financeiros, como demonstrado no quadro.

Quadro 3 – Indicadores Utilizados por Autores Analisados

Autores	Amostra	Indicadores Utilizados	Relação Constatada
Celestino, Pereira e Camara (2023)	Bancos B3	Tamanho da Empresa, ROA, ADR	(Tamanho da Empresa - Positiva), (ROA - Negativa), (ADR - Insignificante)
Chininga, Alhassan e Zeka (2024)	FTSE/JSE	ROA, ROE, Q de Tobin	Relação positiva para ambos
Fu, Li (2023)	China - Ações A	ROA	(ROA - Positiva)
Li <i>et al.</i> (2023)	Empresas listadas na China	ROI	(ROI - Positiva)
Zhao <i>et al.</i> (2018)	Empresas listadas na China	ROCE	(ROCE - Positiva)
Ahmad, Mobarek e Roni (2021)	FTSE350	Valor de Mercado, Lucro por Ação	Relação positiva para ambos
Shaikh (2022)	capitalização de mercado 30	Valor de Mercado, ROA, ROE, Q de Tobin	(Valor de Mercado - Positiva), (ROA - Negativa), (ROE - Negativo), (Q de Tobin - Negativo)

Ahmad, Mobarek e Roni (2021) argumentam que o valor de mercado é um dos fatores mais relevantes na decisão de compra de um título. Investidores identificam oportunidades ao analisar discrepâncias entre o valor de mercado e sua percepção do valor futuro do ativo. O preço da ação e o total de ações determinam o valor de mercado de uma empresa, refletindo seu desempenho financeiro e sua gestão. Nesse contexto, o lucro por ação exerce papel crucial, pois indica a lucratividade da empresa e impacta diretamente a valorização do ativo no mercado. Assim, o valor de mercado foi definido como a variável dependente deste trabalho.

Para demonstrar os impactos positivos dos esforços ESG nas empresas, foram utilizados os artigos de Ahmad, Mobarek e Roni (2021), Fu e Li (2023), Zhao *et al.* (2018) e Chininga, Alhassan e Zeka (2024). A pesquisa de Shaikh (2022) aponta, em um primeiro momento, uma relação negativa entre o desempenho financeiro e os investimentos em sustentabilidade, embora esforços individuais no fator governança possam resultar em melhora no desempenho financeiro e operacional, refletindo no valor de mercado.

O estudo conduzido por Efthymiou, Kulshrestha e Kulshrestha (2023) no setor de serviços na Índia identificou que empresas menores têm mais sucesso na implementação de práticas ESG em comparação às de médio e grande porte. Isso é atribuído às dificuldades de escalonamento das

práticas e ao contexto indiano, no qual tecnologias renováveis, como painéis solares, ainda não são totalmente acessíveis.

Considerando os investimentos relacionados à implementação de uma agenda ESG e sua divulgação, é possível encontrar outras dificuldades para as empresas, como abordado por Shaikh (2022), que revelou que a adoção inicial de práticas sustentáveis por empresas de vários países pode levar a uma queda nos indicadores ROA e ROE e a uma avaliação de mercado mais baixa. No entanto, melhorias na governança corporativa estão positivamente associadas à eficiência operacional e ao valor de mercado.

Em relação à composição do conselho de administração, outras variáveis entram em cena, como observado por Celestino, Pereira e Camara (2023) nos bancos brasileiros. Nesses casos, a diversidade de gênero nos conselhos é associada positivamente à adoção de práticas ESG; por outro lado, a prática de *Board Interlocking*, ou seja, o compartilhamento de executivos entre os conselhos de dois ou mais bancos, associa-se de forma negativa à adesão a práticas sustentáveis.

3 METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, trata-se de uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, pois busca uma análise padronizada dos relatórios disponibilizados pelas empresas listadas na B3. Bardin (1977) propõe a análise descritiva para a descrição do conteúdo das informações analisadas, não se limitando apenas aos significados do conteúdo, mas considerando também a amostra geral para que seja possível atribuir um contexto aos dados. Sendo assim, a análise descritiva foi utilizada inicialmente para organizar e catalogar o conteúdo dos relatórios de forma a permitir a comparação entre seus elementos.

Com relação aos procedimentos, trata-se de um estudo documental, pois se baseia na análise dos relatórios e informações coletadas para viabilizar a realização dos testes de regressão. De acordo com Gil (1987), o estudo documental utiliza materiais que ainda não receberam tratamento analítico ou que podem ser revisados conforme o objetivo da pesquisa. Para a realização da pesquisa utilizou-se o relatório de sustentabilidade publicado pela empresa. Foram utilizados todos os relatórios disponíveis em junho de 2024.

Para avaliar a relação entre a divulgação dos conteúdos das normas do GRI e o impacto no valor de mercado das organizações, este estudo utilizou como amostra as empresas listadas na B3 em junho de 2024, realizando-se uma análise prévia para identificar quais possuíam relatórios de sustentabilidade publicados. Do total de 434 empresas listadas no período, 265 atenderam a esse requisito, formando a amostra inicial.

Para a obtenção dos dados, foi necessária a análise individual da versão mais atual dos relatórios de sustentabilidade disponíveis de cada empresa no momento de execução do estudo. Embora tenham sido identificados casos isolados, a maior parte dos relatórios estava em conformidade com o formato de reporte proposto pelo GRI, permitindo a padronização das amostras.

A padronização foi realizada por meio da consolidação de uma única tabela contendo as normas e os respectivos conteúdos considerados na análise. Cada relatório foi examinado individualmente, atribuindo-se o valor "1" aos conteúdos identificados e "0" aos conteúdos ausentes.

Foram consideradas 33 normas, classificadas de acordo com o aspecto ESG predominante. Desse total, 11 normas foram associadas à governança (G), 7 ao aspecto ambiental (E) e 15 ao aspecto social (S).

No que diz respeito à governança, as normas abrangem práticas de mensuração e fiscalização das divulgações, além do relacionamento da organização com seus stakeholders internos e externos e seus impactos econômicos, totalizando 54 conteúdos distribuídos entre 11 normas. No aspecto ambiental, foram considerados temas relacionados a resíduos, efluentes, emissões, energia, materiais, biodiversidade e avaliação ambiental de fornecedores, totalizando 31 conteúdos distribuídos em 7 normas. Por fim, o aspecto social contempla temas relacionados a funcionários, fornecedores, consumidores e comunidades, incluindo capacitação, diversidade e igualdade, liberdade sindical, trabalho infantil e forçado, direitos de povos indígenas e segurança do consumidor, totalizando 32 conteúdos distribuídos em 15 normas.

Cada elemento do ESG foi totalizado ("E" para Ambiental, "S" para Social e "G" para Governança) e utilizado para determinar a pontuação ESG total. Tais pontuações foram consideradas variáveis independentes, utilizadas na execução dos testes associados às variáveis financeiras (variável dependente e variáveis de controle), disponíveis no Quadro 4, coletadas por meio do sistema integrado de informações financeiras da plataforma Comdinheiro.

Quadro 4 - Variáveis Utilizadas

Variável dependente:
Valor de mercado (logaritmo do valor de mercado) = Invm
Variáveis Independentes:
Environmental (total da pontuação do ambiental) = env
Social (total da pontuação do social) = soc
Governance (total da pontuação da governança) = gov
Esg (total da pontuação de ambiental, social e governança) = esg
Variáveis de controle:
Tamanho da empresa (ln de ativo total) = tam
Grau de Endividamento (dívida bruta / ativo total) = endiv
Alavancagem operacional (ativo permanente / ativo total) = alavop
Liquidez corrente (ativo circulante / passivo circulante) = liqz
Retorno sobre ativos lucro líquido / ativo total) = roa

Em relação à variável dependente (valor de mercado), constatou-se que, da amostra de 265 empresas, 49 foram excluídas da análise devido à ausência de dados sobre o valor de mercado, resultando na amostra final de 216 empresas.

Para garantir que o coeficiente de ESG (ou de cada dimensão — env, soc, gov) reflita apenas o impacto das práticas de sustentabilidade no valor de mercado, foram incluídas cinco variáveis de controle que capturam aspectos fundamentais da saúde financeira das empresas. A descrição de cada uma delas está apresentada no Quadro 5.

Quadro 5 - Variáveis de Controle

Variável de controle	Descrição
Tamanho da empresa (tam)	Avalia como a escala de ativos influencia o <i>valuation</i> via economia de escala e percepção de risco, evitando que empresas maiores pareçam mais “ESG-positivas” apenas por seu porte.
Grau de Endividamento (endiv)	Controla o custo financeiro e o risco de crédito associados à dívida bruta sobre o ativo total, impedindo que o efeito de ESG incorra em enviesamento por estruturas de capital distintas.
Alavancagem Operacional (alavop)	Reflete a proporção de ativos permanentes, indicando a rigidez da estrutura de custos; assim foi possível isolar o impacto de práticas ESG de diferenças na flexibilidade operacional.
Liquidez Corrente (liqz)	Mensura a capacidade de honrar obrigações de curto prazo, assegurando que o prêmio de mercado atribuído a ESG não seja, na verdade, um reflexo de maior solvência imediata.
Retorno sobre Ativos (roa)	Capta a eficiência na geração de lucro a partir dos ativos, fundamental para projeções de fluxo de caixa e <i>valuation</i> ; com ele, o efeito de rentabilidade foi separado do efeito de governança, social ou ambiental.

A inclusão desses controles reduz o viés de variável omitida e cria um cenário comparável entre pares de firmas com perfis financeiros semelhantes, de modo que as variações no valor de mercado possam ser atribuídas de forma mais confiável aos *scores* ESG.

3.1 Verificação do Modelo

A fim de verificar a relação entre o preço de mercado das empresas e suas pontuações ESG, equações testando a pontuação ESG total e a pontuação individual de cada tema foram formuladas.

Equação 1 (ESG Total)

$$\text{Invm} = \beta_0 + \beta_1\text{esg} + \beta_2\text{tam} + \beta_3\text{endiv} + \beta_4\text{alavop} + \beta_5\text{liqz} + \beta_6\text{roa} + ut$$

Equação 2 (Ambiental)

$$\text{Invm} = \beta_0 + \beta_1\text{env} + \beta_2\text{tam} + \beta_3\text{endiv} + \beta_4\text{alavop} + \beta_5\text{liqz} + \beta_6\text{roa} + ut$$

Equação 3 (Social)

$$\text{Invm} = \beta_0 + \beta_1\text{soc} + \beta_2\text{tam} + \beta_3\text{endiv} + \beta_4\text{alavop} + \beta_5\text{liqz} + \beta_6\text{roa} + ut$$

Equação 4 (Governança)

$$\text{Invm} = \beta_0 + \beta_1\text{gov} + \beta_2\text{tam} + \beta_3\text{endiv} + \beta_4\text{alavop} + \beta_5\text{liqz} + \beta_6\text{roa} + ut$$

Para a realização das análises estatísticas, foi utilizado o software econométrico Stata®. A variável dependente é composta pelo valor de mercado e, em adição, variáveis de controle foram

consideradas para isolar os efeitos das variáveis independentes, evitando vieses e garantindo que os resultados reflitam o impacto do ESG e não apenas características financeiras gerais.

Para verificar a existência de problemas na especificação do modelo, o teste Reset de Ramsey foi aplicado. Esse teste se baseia em potências dos valores ajustados da variável dependente (Inv_m) a fim de identificar possíveis omissões no modelo, adicionando termos quadráticos, cúbicos ou de ordem superior dos valores previstos na regressão para verificar se tais termos possuem efeitos significativos.

Teste Reset de Ramsey.

$$\begin{aligned} F(3, 193) &= 0.93 \\ \text{Prob} > F &= 0.4266 \end{aligned}$$

Como o $p\text{-value}$ ($\text{Prob} > F$) é maior que 0,05, a hipótese nula (H_0) foi aceita, indicando que não há variáveis omitidas e que o modelo foi bem especificado.

Em adição, o teste de *Breusch-Pagan* foi utilizado para averiguar problemas de heterocedasticidade, o que afetaria a validade das inferências estatísticas do modelo.

Teste de Breusch-Pagan.

$$\begin{aligned} \text{chi}^2(1) &= 55.01 \\ \text{Prob} > \text{chi}^2 &= 0.0000 \end{aligned}$$

Como o $p\text{-value}$ ($\text{Prob} > \text{chi}^2$) é menor que 0,05, a hipótese nula (H_0) foi rejeitada, existindo evidências de heterocedasticidade no modelo, o que indica que os erros não possuem variância constante. A heteroscedasticidade não provoca vieses nas estimativas de beta e não afeta o R^2 e o R^2 ajustado (coeficiente de determinação). Porém, enviesa as variâncias dos betas, invalidando os testes de hipóteses.

Para a correção do problema de heterocedasticidade, foi utilizado o modelo de regressão para erros-padrão robustos, mais adequado para análises financeiras; os coeficientes não sofreram alterações, mas as variâncias foram ajustadas. Na sequência, para testar a hipótese nula (H_0) sobre os coeficientes, o teste de Wald robusto foi aplicado e resultou na rejeição da hipótese nula (H_0), o que significa que as variáveis incluídas no teste têm efeito significativo na variável dependente.

Portanto, o modelo foi aceito e considerado apropriado para a condução deste estudo.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Os testes de correção foram aplicados em cada uma das equações de cada variável independente para manter a precisão do modelo. Os resultados para a variável ESG total (esg) estão dispostos na tabela 1 e indicam que a variável esg possui coeficiente positivo (0,00597) e nível de significância (0,073), próximo a 10%. Isso sugere que os fatores ESG combinados podem estar associados ao valor de mercado das empresas, com significância estatística relevante a 90%.

Quanto às variáveis de controle do modelo de ESG total, observa-se que o tamanho da empresa (tam) exerce influência forte e positiva sobre o valor de mercado (coef. = 0,93234; $p < 0,01$), confirmando que empresas de maior porte capturam valuation superior. O grau de endividamento

(endiv) apresenta coeficiente negativo e significativo ($-1,5495$; $p < 0,05$), refletindo o custo financeiro adicional de dívidas elevadas. A alavancagem operacional (alavop) mostra efeito positivo marginal ($0,77436$; $p = 0,062$). A liquidez corrente (liqz) contribui positivamente de forma limitada ($0,10827$; $p = 0,094$). Por fim, o retorno sobre ativos (roa) revela impacto robusto e estatisticamente significativo ($0,06092$; $p < 0,01$), reforçando a importância da rentabilidade na formação do valor de mercado.

Esses controles asseguram que o coeficiente de ESG reflita exclusivamente o efeito das práticas de sustentabilidade, sem viés por perfil financeiro.

Tabela 1 - Resultados da Regressão – ESG total

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Valor p	Intervalo de Confiança (95%)
ESG	0.0059684	0.0033055	1.81	0.073	-0.0005505 a 0.0124278
Tam	0.93234	0.08745	10.67	0.000	0.76084 a 1.10384
Endiv	-1.549.532	0.722515	-2.15	0.033	-2.96984 a -0.12922
Alavop	0.7743645	0.405812	1.91	0.062	-0.02210 a 1.57083
Liqz	0.108266	0.064724	1.67	0.094	-0.01868 a 0.23521
Roa	0.0609174	0.013452	4.53	0.000	0.03451 a 0.08732

Em relação aos resultados obtidos com a variável Ambiental (env) dispostos na Tabela 2, os resultados indicam que a variável env possui um coeficiente positivo ($0,01686$), sugerindo uma relação positiva com o valor de mercado das empresas. No entanto, o p-valor ($0,117$) indica que a significância estatística da variável está acima do nível de 10%, o que sugere pouca relevância do fator ambiental na explicação do valor de mercado.

Em relação às variáveis de controle no modelo ambiental, o tamanho (tam) mantém elasticidade alta ($0,91678$; $p < 0,01$), reiterando a preponderância do tamanho mesmo quando isolado o tema ambiental. A alavancagem financeira (endiv) segue com impacto negativo e significativo ($-1,50421$; $p < 0,05$), evidenciando menor prêmio de mercado para firmas mais endividadas. Alavop e liqz permanecem moderadamente relevantes ($0,79250$; $p = 0,052$ e $0,11235$; $p = 0,091$, respectivamente), garantindo que diferenças na estrutura de ativos e na liquidez não contaminem o coeficiente de env. O roa continua com efeito positivo consistente ($0,05879$; $p < 0,01$), isolando o mérito de estruturação de lucros no *valuation*. Assim, esses controles qualificam a interpretação do coeficiente ambiental.

Tabela 2 - Resultados da Regressão – Ambiental

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Valor p	Intervalo de Confiança (95%)
ENV	0.016863	0.010766	1.58	0.117	-0.004252 a 0.037778
Tam	0.916784	0.086908	10.55	0.000	0.744963 a 1.088605
Endiv	-1.504.212	0.719685	-2.09	0.037	-2.920632 a -0.087792
Alavop	0.792501	0.403784	1.96	0.052	-0.005914 a 1.590916
Liqz	0.112345	0.065987	1.70	0.091	-0.017023 a 0.241712
Roa	0.058789	0.012987	4.53	0.000	0.032322 a 0.085256

Em relação aos resultados obtidos com a variável Social (soc) dispostos na Tabela 3, os resultados indicam que a variável soc tem um coeficiente positivo ($0,01793$), sugerindo uma relação positiva entre práticas sociais e valor de mercado. O p-valor ($0,091$) indica que o efeito é estatisticamente significativo ao nível de 10%, mas não ao nível de 5%. Isso sugere que o fator social pode influenciar o valor de mercado, mas com significância estatística marginal.

No modelo social, o controle de porte via tamanho (tam) reforça elasticidade quase unitária (0,93844; $p < 0,01$), demonstrando que empresas de grande escala obtêm maior valuation. O endividamento (endiv) mantém-se nocivo (-1,55406; $p < 0,05$), indicando que menor alavancagem financeira favorece a percepção de valor das práticas sociais. Alavop e liqz exibem significância marginal (0,77547; $p = 0,063$ e 0,10878; $p = 0,093$), definindo limites ao efeito operacional e de liquidez sobre o coeficiente de soc. O roa apresenta forte contribuição (0,06128; $p < 0,01$), isolando a influência da eficiência na geração de lucros. Esses controles garantem que o coeficiente social seja interpretado de forma “limpa”, sem interferência de variáveis financeiras.

Tabela 3 - Resultados da Regressão – Social.

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Valor p	Intervalo de Confiança (95%)
SOC	0.0179306	0.0105445	1.70	0.091	-0.0026466 a 0.0387288
Tam	0.9384426	0.0694989	13.50	0.000	0.801381 a 1.075504
Endiv	-1.554.057	0.721972	-2.15	0.033	-2.977543 a -0.1305714
Alavop	0.7754673	0.4150748	1.87	0.063	-0.0430656 a 1.594
Liqz	0.108778	0.0645299	1.69	0.093	-0.2360404 a 0.4535964
Roa	0.0612776	0.0103232	5.94	0.000	0.0409188 a 0.0816365

Em relação à variável Governança, os resultados dispostos na Tabela 4 resultam em um coeficiente positivo (0,01139), sugerindo uma relação positiva entre práticas de governança e valor de mercado. O p-valor (0,080) indica que o efeito é estatisticamente significativo ao nível de 10%, mas não ao nível de 5%, sugerindo que práticas de governança podem influenciar o valor de mercado, mas com significância estatística marginal.

No que tange às variáveis de controle no modelo de governança, tam exhibe coeficiente positivo e altamente significativo (0,94056; $p < 0,01$), confirmando o efeito de escala em todas as dimensões ESG. O endiv continua com impacto negativo (-1,53478; $p < 0,05$), sinalizando sensibilidade ao perfil de dívida mesmo para práticas de governança. Alavop (0,77093; $p = 0,064$) e liqz (0,10942; $p = 0,097$) mantêm relevância limitada, assegurando que a parcela de *valuation* atribuída a gov não seja falsamente explicada por outros fatores operacionais ou de liquidez. O roa (0,06087; $p < 0,01$) corrobora a contribuição da rentabilidade no *valuation*. Dessa forma, os controles consistentes em todos os modelos permitem que o coeficiente de governança reflita exclusivamente o mérito das práticas de governança corporativa.

Tabela 4 - Resultados da Regressão – Governança.

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Valor p	Intervalo de Confiança (95%)
GOV	0.0113923	0.0064764	1.76	0.080	-0.0013802 a 0.0241647
Tam	0.940562	0.0693412	13.57	0.000	0.803219 a 1.077905
Endiv	-1.534.783	0.725396	-2.12	0.035	-2.963648 a -0.105918
Alavop	0.7709345	0.4148257	1.86	0.064	-0.0419282 a 1.583797
Liqz	0.109422	0.0657628	1.66	0.097	-0.0197514 a 0.2385954
Roa	0.060872	0.0102847	5.92	0.000	0.0406433 a 0.0811007

Fonte: Elaborado pelos autores (2025).

A presente pesquisa evidencia que há influência das variáveis ESG combinadas, mesmo que de forma limitada, e das variáveis Social e Governança no valor de mercado das empresas analisadas

neste período. No entanto, a variável Ambiental, embora tenha apresentado uma relação positiva com o valor de mercado, foi avaliada como irrelevante para a explicação dele.

Adicionalmente, a incorporação dos controles de tamanho (tam), endividamento (endiv), alavancagem operacional (alavop), liquidez corrente (liqz) e retorno sobre ativos (roa) foi essencial para isolar o efeito das variáveis ESG no valor de mercado. Em todos os quatro modelos, tam e roa mostraram-se robustos e altamente significativos, endiv exerceu impacto negativo consistente, enquanto alavop e liqz apresentaram efeitos positivos, porém apenas marginais. No modelo ambiental, embora o coeficiente de env tenha sido positivo (0,01686), seu p-valor (0,117) indicou significância estatística limitada, reforçando que práticas ambientais não explicam de forma relevante o *valuation*. Esse ajuste garante que os coeficientes de ESG total, social e governança reflitam exclusivamente o mérito das práticas de sustentabilidade, sem contaminação por características financeiras das empresas.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os achados deste estudo, que indicam uma relação positiva entre ESG e valor de mercado com significância estatística limitada, reforçam a ideia de que os efeitos do ESG não são homogêneos e dependem do contexto analisado. A literatura disponível sobre o tema apresenta muitos trabalhos com resultados distintos e, por vezes, paradoxais (Khan, 2022).

Considerando os resultados obtidos, a pergunta do trabalho pode ser respondida afirmativamente: os fatores ESG possuem impacto significativo no valor de mercado das empresas. No entanto, como observado também em outros estudos analisados por este trabalho, isso não é generalizado entre todos os três elementos que compõem a sigla, tendo em vista que o fator ambiental isoladamente não representa relação significativa com o valor de mercado das empresas brasileiras. Esse resultado reforça a ideia de que os efeitos do ESG não são homogêneos, conforme destacado por Khan (2022), que aponta a existência de evidências empíricas divergentes e contextualmente dependentes.

Em comparação aos estudos analisados que utilizaram o valor de mercado como indicador em suas pesquisas, é possível observar certo grau de alinhamento dos resultados, tendo em vista que todos eles associaram as pontuações ESG totais e individuais positivamente ao valor de mercado das empresas, embora algumas divergências possam ser observadas. Esse alinhamento sugere que o mercado tende a incorporar informações relacionadas ao ESG no processo de *valuation*, conforme também evidenciado por Ahmad, Mobarek e Roni (2021), que identificam a relevância dessas práticas na precificação das empresas.

Ahmad, Mobarek e Roni (2021) verificaram uma relação positiva entre o valor de mercado e a pontuação ESG total das empresas e corroboram o resultado deste trabalho ao reportar uma influência limitada e não significativa do fator ambiental isoladamente, embora também tenham constatado que o tamanho da empresa possa interferir na relação das pontuações ESG com o valor de mercado.

Shaikh (2022) relatou uma relação significativa entre as pontuações ESG totais e individuais com o valor de mercado, no entanto, seus resultados apontam uma relação negativa dos fatores ambiental e social com o valor de mercado das empresas, com apenas o fator governança se associando positivamente ao valor de mercado.

Quadro 6 – Concordância dos Resultados com Estudos Anteriores

AUTORES	VARIÁVEL	RELAÇÃO COM VALOR DE MERCADO	CONCORDÂNCIA
Ahmad, Mobarek e Roni (2021)	ESG total	Positiva, significativa	Sim
	Ambiental	Positiva, não significativa	Sim
	Social	Positiva, significativa	Sim
	Governança	Positiva, não significativa	Parcialmente
Shaikh (2022)	ESG total	Negativa, significativa	Não
	Ambiental	Negativa, significativa	Não
	Social	Negativa, significativa	Não
	Governança	Positiva, significativa	Sim

O Quadro 6 sintetiza a comparação entre os resultados deste estudo e os achados da literatura, evidenciando convergências principalmente nos fatores ESG total e governança, bem como divergências mais acentuadas no fator ambiental.

No que se refere especificamente ao fator ambiental, a ausência de significância estatística observada neste estudo pode ser compreendida à luz das evidências empíricas divergentes apontadas pela literatura. Conforme destacado por Khan (2022), os estudos sobre ESG apresentam resultados não uniformes, com relações positivas, negativas ou não significativas, a depender do contexto analisado e das métricas utilizadas. Nesse sentido, o comportamento do fator ambiental neste estudo reforça a complexidade da relação entre práticas ESG e desempenho financeiro.

Além disso, os resultados observados para os fatores social e de governança estão alinhados com evidências apresentadas na literatura. Fu e Li (2023) analisaram que um alto desempenho ESG melhora significativamente o desempenho financeiro, sendo também positivamente influenciado por transformações digitais. Zhao et al. (2018) identificaram que o desempenho ESG apresenta relação positiva com o desempenho financeiro por meio da análise do retorno sobre o capital investido. No entanto, como observado por Shaikh (2022), a relação entre os fatores ESG e o desempenho financeiro pode variar entre os seus componentes, sendo possível identificar efeitos negativos em determinados fatores e positivos em outros, o que corrobora parcialmente os resultados encontrados neste estudo.

No que se refere especificamente ao fator ambiental, a ausência de significância estatística pode ser analisada à luz da materialidade. Conforme Calabrese et al. (2019), a análise de materialidade orienta a identificação e priorização dos temas relevantes com base na sua importância para os stakeholders e nos impactos gerados pela empresa, influenciando o nível de detalhamento na divulgação desses aspectos. Considerando que a materialidade não é universal e que cada empresa deve definir a sua (Calabrese et al., 2019), é possível que a forma como os aspectos ambientais são priorizados e evidenciados nos relatórios de sustentabilidade influencie sua capacidade de explicar o valor de mercado, contribuindo para a ausência de significância observada neste estudo.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou analisar a relação entre os esforços em práticas ESG observados nas empresas listadas na B3 e sua relação com o valor de mercado dessas empresas. Uma relação positiva e significativa dos fatores ESG combinados foi observada, bem como para os fatores sociais e de governança individualmente, porém com ressalva em relação ao fator ambiental, que, embora se relacione positivamente ao valor de mercado, não é significativo para a explicação dele.

A causa da insignificância do fator ambiental não foi verificada por este estudo. No entanto, também foram observadas inconsistências na forma como alguns setores da economia definem sua materialidade. Mesmo com o aumento da relevância e preocupação com o ESG no mundo todo, no Brasil ainda existe margem para a aplicação da teoria da legitimidade por parte das empresas, considerando o fator voluntário das divulgações de relatos integrados e relatórios de sustentabilidade. Para além do Brasil, resultados controversos e não generalizados entre os três tópicos do ESG podem ser observados em outras economias em desenvolvimento, de acordo com os estudos analisados por este trabalho.

Em relação às contribuições deste estudo, a análise de relatórios de sustentabilidade publicados por cada uma das empresas que possuíam esforços de divulgação ESG permite a exposição do panorama geral da quantidade de empresas engajadas em investir e divulgar seus esforços em sustentabilidade, bem como o impacto que tais relações têm no valor de mercado dessas empresas. Essa é a contribuição mais importante desta pesquisa, que, ao evidenciar essa relação, fornece aos gestores e à sociedade um breve cenário de como o tema ESG pode ser percebido no Brasil, abrindo caminhos para a investigação das fragilidades observadas, como os motivos que levam 38,7% das empresas listadas na B3 a ainda não possuírem divulgações satisfatórias de relatórios de sustentabilidade, mesmo com a possível obrigatoriedade desse tipo de divulgação prevista para 2026, ou a razão para a insignificância do fator ambiental na explicação do valor de mercado em um país com um forte setor agropecuário e altamente destacado na mídia internacional por questões ambientais.

Em relação às limitações deste estudo, o número de relatórios analisados por amostra não é adequado para determinar com máxima precisão o impacto real das ações ESG no valor de mercado das empresas, considerando que apenas o relatório mais recente de cada elemento da amostra foi utilizado para a definição da pontuação ESG. Também não houve um esforço para mapear totalmente as peculiaridades de cada setor da economia para melhor adequação da análise.

Portanto, como recomendação para estudos futuros, seria importante reavaliar o tamanho e a qualidade da amostra, com maior nível de detalhe em relação aos setores da economia e formação de uma série temporal mais extensa, bem como a consideração do contexto brasileiro em busca de explicações para as relações positivas e negativas que possam ser observadas entre a associação dos investimentos em práticas sustentáveis e o valor de mercado das empresas.

REFERÊNCIAS

AHMAD, Nisar; MOBAREK, Asma; RONI, Naheed Nawazesh. Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. **Accounting, Corporate Governance & Business Ethics**, [s.l.], n. 1900500, 06 abr. 2021. DOI: <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BECKMANN, Joscha; ROGMANN, Jennifer. Determinants and effects of country ESG controversy. **Energy Economics**, [s.l.], v. 131, mar. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2024.107326>.

BERNARDES, Patrícia Mendonça Maia; BRANDALISE, Nilson; BONAMIGO, Andrei. Relationship between financial performance and corporate governance of mining, oil and gas companies. **Gestão & Produção**, v. 31, e0224, 2024. DOI: <https://doi.org/10.1590/1806-9649-2024v31e0224>.

BORSATTO, Ana Luisa; BAGGIO, Daniel Knebel; BRUM, Argemiro Luís. Conceitos e definições do ESG – Environmental, social and corporate governance – no contexto evolutivo da sustentabilidade. **Desenvolvimento em Questão**, [S. l.], v. 21, n. 59, p. e13493, 2023. DOI: <https://doi.org/10.21527/2237-6453.2023.59.13493>

CALABRESE, Armando; COSTA, Roberta; LEVIALDI GHIRON, Nathan; MENICHINI, Tamara. Materiality analysis in sustainability reporting: a tool for directing corporate sustainability towards emerging economic, environmental and social opportunities. **Technological and Economic Development of Economy**, [S. l.], v. 25, n. 5, p. 1016–1038, 2019. DOI: <https://doi.org/10.3846/tede.2019.10550>.

CASQUEL JÚNIOR, Jair Manoel; POVEDANO, Rafael; SANTOS, Luís Henrique dos; BELL, Marcio Marcelo; GAIO, Luiz Eduardo. ESG index impact on the performance of education sector companies. **Revista de Administração da UFSM**, [S. l.], v. 17, n. 2, p. e10, 2024. DOI: <https://doi.org/10.5902/1983465986171>.

CELESTINO, Égon José Mateus; LIMA PEREIRA, Mércia de; CAMARA, Renata Paes de Barros. Avaliação de práticas ESG em bancos listados na [B]³: verificação do efeito da composição do conselho de administração e características das companhias. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, [S. l.], v. 22, p. e3380, 2023. DOI: <https://doi.org/10.16930/2237-766220233380>.

CHININGA, Emmerson; ALHASSAN, Abdul Latif; ZEKA, Bomikazi. ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, v. 14, n. 3, p. 692-713, 2024. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023. Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board (ISSB). Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>. Acesso em: 29 set. 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 244, de 29 de maio de 2026. Altera a Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023. Rio de Janeiro: CVM, 2026. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol244.html>. Acesso em: 29 set. 2026.

EFTHYMIOU, Leonidas; KULSHRESTHA, Ambika; KULSHRESTHA, Sandeep. A Study on Sustainability and ESG in the Service Sector in India: Benefits, Challenges, and Future Implications. **Administrative Sciences**, [s.l.], v. 13, n. 7, 2023. DOI: <https://doi.org/10.3390/admsci13070165>.

ERHEMJAMTS, Ogtontsetseg; HUANG, Kershen; TEHRANIAN, Hassan. Climate risk, ESG performance, and ESG sentiment in US commercial banks. **Global Finance Journal**, [s.l.], v. 59, mar. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100924>.

FREEMAN, R. E. The New Story of Business: Towards a More Responsible Capitalism. **Business and Society Review**, [s.l.], v. 122, p. 449-465, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1111/basr.12123>.

FU, Tao; LI, Jiangjun. An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance: the moderating role of digital transformation. **Frontiers in Environmental Science**, [s.l.], v. 11, 2023. DOI: <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1256052>.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1987.

IRIGARAY, H. A. R.; STOCKER, F. ESG: novo conceito para velhos problemas. **Cadernos EBAPE.BR**, Rio de Janeiro, RJ, v. 20, n. 4, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1590/1679-395186096>.

KHAN, Muhammad Arif. ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta analysis. **Research in International Business and Finance**, [s.l.], v. 61, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>.

KIM, Sang; LI, Zhichuan (Frank). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. **Sustainability**, [s.l.], v. 13, n. 7, 2021. DOI: <https://doi.org/10.3390/su13073746>.

LANDRUM, Nancy E.; OHSOWSKI, Brian. Identifying Worldviews on Corporate Sustainability: A Content Analysis of Corporate Sustainability Reports. **Business Strategy and the Environment**, [s.l.], v. 27, p. 128-151, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.1989>.

LI, Hao; GUO, Hui; HAO, Xinyao; ZHANG, Xuan. The ESG rating, spillover of ESG ratings, and stock return: Evidence from Chinese listed firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, [s.l.], v. 80, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102091>.

LI, Ting-Ting; WANG, Kai; SUEYOSHI, Toshiyuki; WANG, Derek. D. ESG: Research Progress and Future Prospects. **Sustainability**, v. 13, n. 21, p. 11663, 2021. DOI: <https://doi.org/10.3390/su132111663>.

MOUGENOT, Benoit; DOUSSOULIN, Jean Pierre. A bibliometric analysis of the Global Reporting Initiative (GRI): global trends in developed and developing countries. **Environment, Development and Sustainability**, v. 26, p. 6543–6560, 2024. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10668-023-02974-y>.

MOREIRA, Caritsa; ARAÚJO, Jaqueline; SILVA, G. R.; LUCENA, Wenner Glaucio. Environmental, social and governance and the firm life cycle: evidence from the Brazilian market. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, 25 ago. 2023. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231729.pt>.

OLIVEIRA, Murilo de Alencar Souza; CAMPOS, Lucila Maria de Souza; SEHNEM, Simnone; ROSSETTO, Adriana Marques. Relatórios de sustentabilidade segundo a Global Reporting Initiative (GRI): uma análise de correspondências entre os setores econômicos brasileiros. **Production**, v. 24, n. 2, p. 392–404, abr. 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0103-65132013005000064>.

SHAIKH, Imlak. Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. **Journal of Business Economics and Management**, v. 23, n. 1, p. 218–237, 28 Jan. 2022. DOI: <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>.

SHEEHAN, Norman T.; VAIDYANATHAN, Ganesh; FOX, Kenneth A.; KLASSEN, Mark. Making the invisible, visible: Overcoming barriers to ESG performance with an ESG mindset. **Business Horizons**, [s.l.], v. 66, n. 2, p. 265–276, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2022.07.003>.

SILVA, Francisco Emerson. DA; MASCENA, K. M. C. de. The Relationship Between ESG and Financial Performance in Brazilian Companies. **Revista de Administração da UFSM**, [S. l.], v. 17, n. 4, p. e3, 2024. DOI: <https://doi.org/10.5902/1983465986555>.

STEENKAMP, Natasja. Top ten South African companies' disclosure of materiality determination process and material issues in integrated reports. **Journal of Intellectual Capital**, [s.l.], v. 19, n. 2, p. 230–247, 12 mar. 2018. DOI: <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2017-0002>.

SUCENA, Erika; MARINHO, Marcia Mara de Oliveira. Environmental disclosure analysis of sustainability reports the brazilian and international brewing industry based on Global Reporting Initiative - GRI. **Gestão & Produção**, v. 26, n. 3, p. e3120, 2019. DOI: <https://doi.org/10.1590/0104-530X3120>.

VIEIRA, Igor Laguna; SILVA, Elmo Rodrigues; MARTINI JUNIOR, Luiz Carlos; RANGEL, Luís Alberto Duncan. Proposal for an analytical model of materiality in the global reporting initiative standards reports. **Production**, v. 31, e20210003, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1590/0103-6513.20210003>.

WHITEHEAD, Jay. Prioritizing sustainability indicators: using materiality analysis to guide sustainability assessment and strategy. **Business Strategy and the Environment**, Hoboken, v. 26, n. 3, p. 399–412, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1002/bse.1928>.

WU, Yue; ZHANG, Kaifu; XIE, Jinhong. Bad greenwashing, good greenwashing: corporate social responsibility and information transparency. **Management Science**, v. 66, n. 7, p. 3095–3112, 2020. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3340>.

ZARO, Elise Soeger; ARAUJO, Andre Yuri Martins; ZARO, Cláudio Soerger. Integrated Reporting and Earnings Quality: An Analysis in the Brazilian Context. **Review of Business Management**, [S. l.], v. 26, n. 4, 2024. DOI: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v26i4.4280>.

ZHAO, Changhong; GUO, Yu; YUAN, Jiahai; WU, Mengya; LI, Daiyu; ZHOU, Yiou; KANG, Jiangang. ESG and corporate financial performance: empirical evidence from China's listed power generation companies. **Sustainability**, Basel, v. 10, n. 8, p. 2607, 2018. DOI: <https://doi.org/10.3390/su10082607>.