



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 17, n. 2, Jul./Dez., 2025

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

[http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-](http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente)

[06/index.php/Ambiente](http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente)

Artigo recebido em: 07.04.2024. Revisado por pares em: 24.07.2024. Reformulado em: 25.08.2024. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2025v17n2ID35905

Nível de *disclosure* ESG das empresas capital aberto: uma análise do retorno das ações, no Brasil

ESG disclosure of listed companies: an analysis of stock returns, in Brazil

Nivel de divulgación ESG de las empresas que cotizan en bolsa: un análisis de la rentabilidad de las acciones, en Brasil

Autores

Rodrigo Fernandes Malaquias

Doutor em Administração de Empresas pela EAESP/FGV. Professor Associado junto à Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Gestão e Negócios, Departamento de Finanças. Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco F, Sala 1F-216, Uberlândia, MG, Brasil. Tel.: (34) 3239-4132. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7126-1051>

E-mail: rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

Pablo Zambra

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Atualmente é doutorando pela Universidad de Sevilla (Espana). Auditor junto à Deloitte (Chile). Endereço: Rosario Norte 407, Las Condes, Santiago 7561156, Chile. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2827-1809>

E-mail: zambra.dgh@gmail.com

José Angel Perez Lopez

Doctor por la Universidad de Sevilla, Facultad de Turismo y Finanzas (Sevilla, España). Professor junto à Universidad de Sevilla (Espana). Endereço: Avda. Ramón y Cajal, 1. 41018 Sevilla (Espana). Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4080-1251>

E-mail: jangel@us.es

Nuria Reguera Alvarado

Doctorado Economía de la Empresa (Contabilidad y Economía Financiera). Professora junto à Universidad de Sevilla (Espana). Endereço: Avda. Ramón y Cajal, 1. 41018 Sevilla (Espana). Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9356-0012>

E-mail: nreguera@us.es

Agradecimentos: O Prof. Rodrigo F. Malaquias agradece ao CNPq pelo apoio concedido para o desenvolvimento de parte desta pesquisa. Rodrigo F. Malaquias agradece também à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo apoio concedido para a realização de parte desta pesquisa (Projeto de Demanda Universal, 2022, APQ-02071-22, Edital 001/2022).

Resumo

Objetivo: O objetivo geral da pesquisa foi avaliar a relação entre o *disclosure* ESG (*Environment, Social and Governance*), em linha com as novas normas IFRS S1 e IFRS S2 (*International Financial Reporting Standards* S1 e S2), e o retorno anormal de ações de empresas de capital aberto.

Metodologia: A amostra do estudo foi composta por 48 empresas brasileiras de capital aberto, o que viabilizou uma análise também com base em 48 observações. Os relatórios analisados foram referentes ao ano de 2023, para representar um período mais próximo às novas normas internacionais sobre o *disclosure* ESG. A divulgação foi avaliada com base em um dicionário de palavras que também considerou o contexto no qual as informações foram divulgadas. No que se refere ao retorno anormal, ele foi estimado por meio de um Estudo de Eventos. A comparação do retorno anormal frente a diferentes níveis de *disclosure* foi operacionalizada por meio do teste de diferença de médias.

Resultados: Os principais resultados evidenciaram que, no dia seguinte à publicação dos relatórios, o retorno anormal médio do grupo de empresas com maior índice ESG foi estatisticamente diferente do retorno anormal médio do outro grupo, que possui menor índice ESG. A análise descritiva também indica um importante desafio para que as empresas passem a evidenciar elementos mais detalhados sobre o *disclosure* ESG. No que se refere ao relacionamento do *disclosure* com os retornos anormais na data de divulgação (data zero), não foi observada relação significativa.

Contribuições do Estudo: Os resultados da pesquisa indicam um panorama sobre a divulgação sobre assuntos ESG pelas empresas listadas no Brasil, bem como indicam alguns desafios relacionados à implementação dos requisitos que passaram a ser contemplados pelas normas internacionais de contabilidade. Isso pode contribuir com a geração de informações mais completas para os investidores.

Palavras-chave: Nível de *Disclosure* ESG; Normas Internacionais; Retorno das Ações.

Abstract

Purpose: The main purpose of the research was to evaluate the relationship between ESG (*Environment, Social and Governance*) disclosure, in line with the new IFRS S1 and IFRS S2 (*International Financial Reporting Standards* S1 and S2), and the abnormal return of stocks of listed companies.

Methodology: The study sample was comprised of 48 publicly traded Brazilian companies, which enabled an analysis also based on 48 observations. The reports analyzed were for the year 2023, to represent a period closer to the new international requirements on ESG disclosure. Disclosure was evaluated based on a dictionary of words that also considered the context in which the information was disclosed. Regarding the abnormal return, it was estimated through

an Event Study. The comparison of the abnormal return against different levels of disclosure was operationalized through the difference of means test.

Results: The main results showed that, on the day after the publication of the reports, the average abnormal return of the group of companies with the highest ESG index was statistically different from the average abnormal return of the other group, which has the lowest ESG index. The descriptive analysis also indicates an important challenge for companies to disclose more detailed elements about ESG disclosure. Regarding the relationship between disclosure and abnormal returns on the publication date (date zero), no significant relationship was observed.

Contributions of the Study: The results indicate an overview of disclosure on ESG matters by companies listed in Brazil, as well as indicating some challenges related to the implementation of the requirements that are now part of the international accounting standards. This can contribute to generating more complete information for investors.

Keywords: ESG Disclosure; International Standards; Stock Returns.

Resumen

Objetivo: El objetivo general de la investigación es evaluar la relación entre la divulgación ESG (*Environment, Social and Governance*), en línea con las nuevas normas IFRS S1 y IFRS S2 (*International Financial Reporting Standards* S1 y S2), y el retorno anormal de acciones de empresas de capital abierto.

Metodología: La muestra del estudio estuvo compuesta por 48 empresas brasileñas que cotizan en bolsa, lo que permitió un análisis basado también en 48 observaciones. Los informes analizados se refieren al año 2023, para representar un período más cercano a los nuevos requisitos internacionales en materia de divulgación ESG. La divulgación se evaluó con base en un diccionario de palabras que también consideró el contexto en el que se divulgó la información. Respecto al retorno anormal, se estimó mediante un Estudio de Eventos. La comparación de rendimientos anormales en relación con diferentes niveles de divulgación se realizó mediante la prueba de diferencia de medias.

Resultados: Los principales resultados mostraron que, al día siguiente de la publicación de los informes, el rendimiento anormal promedio del grupo de empresas con mayor índice ESG fue estadísticamente diferente del rendimiento anormal promedio del otro grupo, que tiene un menor índice ESG. El análisis descriptivo también indica resaltar un desafío importante para las empresas al comenzar a divulgar elementos más detallados sobre la divulgación ESG. En cuanto a la relación entre divulgación y rendimientos anormales en la fecha de divulgación (fecha cero), no se observó relación significativa.

Contribuciones del Estudio: Los resultados de la investigación indican una visión general de la divulgación en materia ESG por parte de las empresas listadas en Brasil, además de indicar algunos desafíos relacionados con la implementación de los requisitos que ahora son parte de las normas contables internacionales. Esto puede contribuir a generar información más completa para los inversores.

Palabras clave: Divulgación ESG; Normas Internacionales; Retorno de Acciones.

1. Introdução

O termo *Environment, Social and Governance* (ESG) vem sendo cada vez mais posicionado nas agendas de diferentes gestores governamentais, reguladores internacionais e locais, no ambiente de negócios, no contexto de *stakeholders* e da sociedade de maneira geral. Pesquisas sobre ESG também estão em ascensão (Asif et al., 2023). Consequentemente, isso impulsiona o aumento do interesse nas divulgações associadas ao *disclosure* ambiental por parte de investidores e instituições que fornecem apoio para tomada de decisão (Bigelli et al., 2023; He et al., 2023; Huang et al., 2023; Wai et al., 2023; Di Tommaso & Mazzuca 2022).

O termo ESG ainda é objeto de debate, apresentando controvérsias devido a, por exemplo: i) incentivo à redução da assimetria informacional por meio das divulgações, podendo revelar informações antes consideradas estratégicas para as empresas (Basse et al., 2023); ii) fragilidade dos sistemas de medição e/ou indicadores de alerta antecipada por parte dos gestores de riscos financeiros (Basse et al., 2023; Dmuchowski et al., 2023; Di Tommaso & Mazzuca 2022); iii) influências mistas nos riscos e retornos financeiros atribuídos pelos investidores, bem como no desempenho financeiro das empresas e em seu nível de liquidez em bolsa (Chen et al., 2023; He et al., 2023; Huang et al., 2023; Di Tommaso & Mazzuca 2022).

Embora de grande relevância, a divulgação ESG tem se mostrado como um desafio para as empresas, tanto no que se refere a definir o que é uma divulgação ESG quanto no que se refere a algum tipo de padronização sobre o assunto; isso proporciona indícios de informações incompletas ou de difícil acesso nas atuais classificações ESG (Dmuchowski et al., 2023; Nicolo et al., 2023; Sternberg & Ahearn, 2023). Espera-se, desta maneira, que as divulgações ESG forneçam informações aos *stakeholders* em consonância com o significado atribuído à sua sigla (Bonetti et al. 2023; Dmuchowski et al., 2023; Husted & Sousa-Filho, 2019). É oportuno também apontar o debate sobre a customização/personalização do conteúdo ESG nos relatórios (Asif et al., 2023), o que permitiria o fornecimento de informações além daquelas mínimas obrigatórias, de acordo com o tipo de atividade desenvolvida pela empresa.

Do ponto de vista das divulgações de critérios empresariais sobre ESG, cada país ou setor pode ter antecedentes e regulamentações específicas impulsionadas por diferentes fatores ou focos de interesse que contextualizam o seu ambiente (Bigelli et al., 2023; Chen et al., 2023; Sternberg & Ahearn, 2023; Zhang et al., 2023; Husted & Sousa-Filho, 2019). No entanto, o *International Sustainability Standards Board* (ISSB), em conjunto com o *International Accounting Standards Board* (IASB), promovem esforços para que haja convergência nas divulgações por meio de normas como a IFRS S1: “*Disclosure of Sustainability-related Financial Information*” e IFRS S2: “*Climate-related Disclosures*”, vigentes a partir de 2024. No cenário brasileiro, esse esforço pode ser observado por meio da Resolução 193 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2023). A existência de normativos sobre o assunto, estabelecendo um *disclosure* mínimo a ser cumprido, mostra-se relevante ao se considerar, por exemplo, que empresas podem deliberadamente optar por reduzir seu nível de *disclosure* ESG na ausência de forças coercitivas (Nicolo et al., 2023).

Algumas razões para a emissão de normas que regulam aspectos ESG envolvem exigir que as empresas divulguem riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade e mudanças climáticas visando fortalecer as informações fornecidas aos principais usuários de relatórios financeiros para tomada de decisões (IFRS, 2023a; IFRS, 2023b). O surgimento do ISSB foi resultado de uma forte demanda do mercado, tendo como objetivo o desenvolvimento de normas para o *disclosure* sobre sustentabilidade com foco nas necessidades tanto de investidores quanto do mercado financeiro (IFRS, 2024). Esses fatores auxiliam na compreensão sobre a relevância deste estudo, que aborda o *disclosure* ESG de empresas brasileiras em linha com um debate internacional que está em crescente desenvolvimento.

As iniciativas do IASB para elencar elementos mínimos sobre o *disclosure* ESG, o surgimento do ISSB e a demanda do mercado sobre o assunto representam, portanto, elementos que motivaram o desenvolvimento deste estudo. Considerando haver forte demanda do mercado por informações mais detalhadas sobre o meio ambiente, pretende-se preencher uma lacuna sobre o efeito dessas informações no mercado financeiro, particularmente no cenário brasileiro. Essa análise pode ser viabilizada considerando-se os retornos das ações de empresas brasileiras listadas, em comparação com o nível de *disclosure* ESG fornecido pelas próprias empresas.

Desta forma, o problema de pesquisa que se buscou responder foi: **qual é a relação entre o *disclosure* ESG, em linha com as novas normas IFRS S1 e IFRS S2, e o retorno anormal de ações de empresas de capital aberto?** Assim, o objetivo geral da pesquisa foi avaliar a relação entre o *disclosure* ESG, em linha com as novas normas IFRS S1 e IFRS S2, e o retorno anormal de ações de empresas de capital aberto. Inicialmente, na operacionalização desta pesquisa, para a avaliação do *disclosure* foi criado um dicionário de palavras relacionadas às normas IFRS S1 e IFRS S2, que permite a identificação de palavras relacionadas ao contexto ESG. Em seguida, foi avaliada uma possível relação entre o *disclosure* ESG e o retorno anormal das ações de empresas listadas. A amostra da pesquisa foi composta por 48 empresas brasileiras, com relatórios relativos ao exercício de 2023, publicados no ano de 2024.

Esse momento mostra-se oportuno para estudar esse tema por diferentes motivos. Por exemplo, em 2024 há relatórios publicados pelas empresas brasileiras, relativos ao período de 2023, que ainda não possuem orientações específicas diretas de órgãos reguladores sobre divulgação ambiental. A análise desses relatórios permite, portanto, avaliar se o conteúdo eventualmente já disponível nesses relatórios, e que já se mostra voluntariamente alinhado com demandas do mercado, proporciona algum efeito no retorno das ações de empresas que já promovem esse tipo de divulgação. Ademais, mensurar esses fatores neste momento auxilia na compreensão sobre um panorama dos desafios para que as empresas passem a cumprir, futuramente, o nível mínimo de *disclosure* recomendado pelos órgãos normatizadores.

O tema ESG refere-se a uma demanda global, e os esforços de órgãos internacionais abordando um *disclosure* mínimo sobre o assunto indicam a relevância do tema. Ademais, a emissão da Resolução CVM 193 reforça ainda mais a relevância desse tema para as empresas brasileiras, justificando, assim, um recorte amostral com foco nas empresas de capital aberto. Com isso, o estudo mostra-se alinhado tanto com demandas recentes do mercado quanto com ações de órgãos reguladores (IASB, ISSB e CVM).

Como contribuições práticas, o estudo pode indicar para os usuários externos da informação contábil os efeitos de diferentes níveis de *disclosure* ambiental no mercado financeiro, pois o estudo considera, como variável dependente, o retorno anormal das ações de empresas listadas. Com isso, investidores podem avaliar, de maneira mais ampla, como tem sido a resposta do mercado a informações ambientais mais detalhadas. Por meio de outro ponto de vista, investidores podem conhecer melhor o nível de detalhamento que já vem sendo praticado pelas empresas em seus relatórios financeiros no que se refere às informações ESG. As empresas de capital aberto podem também ter benefícios provenientes dessas análises, o que se dá por meio do conhecimento do comportamento do mercado após a divulgação ambiental (ou ausência dessas informações nos relatórios).

O foco em empresas do Brasil ocorre devido à sua representatividade na região e ao maior impacto do mercado de ações em relação a outros países latino-americanos (Malaquias & Zambra, 2018; Lizarzaburu et al., 2015). Foram consideradas para análise as empresas com maior liquidez em bolsa. Estudos argumentam que as divulgações corporativas estão positivamente relacionadas com a liquidez das ações devido à busca pela redução da assimetria de informação, argumentos que também se aplicam às divulgações ESG (He et al., 2023).

O adequado cumprimento dos padrões de divulgação fornece aos diferentes *stakeholders* informações valiosas para a tomada de decisões, mitigando assim a assimetria informacional entre os usuários externos da informação financeira e os esforços internos de gestão (Malaquias & Zambra, 2018; Lopes & Rodrigues, 2007). Destaca-se também a perspectiva teórica conferida pelo *disclosure* corporativo voluntário, para contribuir com o funcionamento de mercado de forma eficiente por meio da segurança que as empresas proporcionam aos *stakeholders* ao divulgar informações monetárias e não monetárias de forma autônoma e/ou complementar (Rouf & Siddique, 2023). Os elementos considerados na construção do índice de divulgação não são obrigatórios no momento, mas poderão fornecer, entre outros, uma visão geral dos desafios de implementação e informações completas após a implementação da regulamentação (Malaquias & Zambra, 2018), particularmente no cenário brasileiro. Esse quadro também se mostra alinhado com a perspectiva do *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD), com a qual os mercados exigem cada vez mais uma linguagem comum que reduza as assimetrias de informação entre as empresas e as suas partes interessadas (TCFD, 2022).

A América Latina cria constantemente uma lacuna nos estudos devido a diferentes fatores, como: i) alta tendência das empresas familiares e conseqüentemente menor proteção aos acionistas minoritários (Husted & Sousa-Filho, 2019); ii) baixa orientação para os *stakeholders* (Husted & Sousa-Filho, 2019); iii) ser composta por mercados emergentes, gerando um distanciamento no nível de divulgações de forma ampla no contexto dos países desenvolvidos (Husted & Sousa-Filho, 2019; Malaquias & Zambra, 2018); e iv) baixo número de estudos de divulgação corporativa na região (Malaquias & Zambra, 2018). No entanto, há evidências de que as economias desenvolvidas ampliaram a diversificação de seu portfólio e/ou investimento em ativos na América Latina devido às oportunidades de crescimento nos mercados financeiros da região, o que fornece argumentos adicionais sobre a relevância deste estudo (Etter et al., 2006; Camacho, 2016).

2. Revisão da Literatura

As discussões sobre divulgações ESG podem ser associadas diretamente à Responsabilidade Social Corporativa (RSC) devido à sua proximidade conceitual e anterior ao posicionamento atual desta sigla, mostrando a relevância de ganhos em termos de capital social, ou seja, menor custo de capital social (He et al., 2023; Wai et al., 2023; Husted & Sousa-Filho, 2019).

Neste contexto, pesquisas anteriores consideram argumentos da teoria dos *shareholders* e da teoria dos *stakeholders*, enfatizando uma mudança de foco que passa de um interesse em maximizar os lucros dos proprietários ou acionistas para uma abordagem que considera as necessidades das partes interessadas, por meio de relatórios de RSC (Zhang et al., 2023). Outros autores incluem na discussão uma transição das teorias econômicas neoclássicas para a economia comportamental e teoria de agência, sendo o eixo da discussão os custos de agência associados às atividades sociais e o seu efeito nos lucros dos acionistas ou proprietários (Chininga et al., 2023; Friedman, 1970), passando pelos argumentos da teoria racional na tomada de decisão, sendo este o ponto onde a teoria da agência justifica a participação de outros agentes interessados e os ganhos de capital social (Chininga et al., 2023). Por fim, outros argumentos centram-se na teoria da agência dos *stakeholders* direta ou indiretamente como base para o desenvolvimento do ESG devido ao seu eixo no ambiente em que as empresas operam (Bonetti et al., 2023; He et al., 2023; Bigelli et al., 2023; Nicolo et al., 2023). Com base no exposto, diferentes linhas de argumentos convergem sobre a relevância da aplicação de critérios ESG nas empresas.

Algumas empresas estão mais expostas ou mesmo pressionadas pelos *stakeholders* a divulgar aspectos ESG, devido ao ambiente em que desenvolvem as suas operações, como é o caso do setor energético, do setor de petróleo e gás (Sternberg & Ahearn, 2023), do setor de utilidades (Bonetti et al., 2023; Nicolo et al., 2023), da indústria de tecnologia e sua alta relação com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Sternberg & Ahearn, (2023), por exemplo, apontam que as pressões para reduzir as emissões de carbono levam os países emergentes ou países com atividades extrativas a inovar e estar na vanguarda da chamada transição verde, para continuarem as suas operações. Os autores mostram que, no caso da Mongólia, país muito relevante mundialmente na mineração, ainda há um longo caminho a ser percorrido no fortalecimento de políticas públicas para alinhamento aos objetivos internacionais (Sternberg & Ahearn, 2023). Por sua vez, existe um forte incentivo no setor dos serviços públicos para a divulgação de informações ESG, para manter a transparência interna e a confiança do público, devido ao impacto social e empresarial da gestão de serviços fundamentais (Bonetti et al., 2023; Nicolo et al., 2023).

Wei et al (2023) analisam a influência direta das políticas corporativas anticorrupção nas empresas na China, fornecendo evidências sobre a influência positiva no desempenho da sustentabilidade, principalmente em empresas com maiores limitações de recursos e menor posicionamento político. Basse et al., (2023) investigam como as divulgações de sustentabilidade no setor imobiliário dos EUA, relacionadas aos efeitos sociais nas comunidades, beneficiam a avaliação de ativos e a identificação oportuna de bolhas especulativas no setor. Bigelli et al., (2023) enfatiza a relevância das características não financeiras individuais ou coletivas nas empresas europeias e a sua influência em melhores resultados dos critérios ESG. Di Tommaso & Mazzuca (2022) concentram suas pesquisas nas seguradoras da Europa e apresentam argumentos sobre a influência positiva entre as classificações ESG e os preços das ações, apontando a relação com critérios ambientais como principal pilar. Como visto acima, diferentes focos, sejam eles ambientais, sociais ou de governança, afetam as classificações ESG atribuídas ao nível de divulgação das empresas.

Com base na Hipótese de Mercado Eficiente (Fama, 1970; 1991), tem-se que o mercado financeiro reflete, nos preços dos ativos, as informações fornecidas pelas empresas em seus relatórios financeiros, bem como informações relacionadas a essas empresas publicadas ou disponíveis em outras fontes. Posicionando a pesquisa e seu efeito no mercado, as discussões teóricas fornecem argumentos sobre os efeitos nos preços das ações vinculados a diferentes medidas de pontuação ESG, emergindo um impacto significativo no equilíbrio e na eficiência do mercado de ações (Di Tommaso & Mazzuca, 2022). No mesmo contexto, Dmuchowski et al. (2023) traçam uma linha de argumentos teóricos em suas pesquisas, sobre a evolução da Teoria Moderna de Portfólio e a relevância do ESG para complementar a visão de curto prazo e a omissão de critérios não financeiros, chegando à definição das teorias de investimento Sustentável e ESG.

Por fim, a convergência de diferentes perspectivas, incluindo as mencionadas acima, proporciona um ambiente que define o papel das divulgações voluntárias corporativas, por exemplo, Rouf & Siddique (2023), agrupa-as em Teorias Sociopolíticas e Econômicas. A redução da assimetria informacional, definida na Teoria da Agência, fornece informações entre empresas e *stakeholders* para a tomada de decisões, proporcionando sinais positivos aos mercados (Bonetti et al., 2023; Huang et al., 2023, Rouf & Siddique, 2023; Wai et al., 2023; Wai et al., 2023). Em geral, os autores defendem relações inversas entre divulgação mais completa e incerteza dos investidores, liquidez e preços das ações (He et al., 2023; Rouf & Siddique, 2023). Embora existam evidências sobre sensibilidade positiva do mercado a divulgações ESG (Di Tommaso & Mazzuca, 2022; Ignatov, 2023), há também pesquisas anteriores que avaliaram a possível relação entre ESG e retorno de ações, ou mesmo entre ESG e retornos extraordinários no mercado, identificaram relação não significativa ou não positiva

(Landi & Sciarelli, 2019; Fiskerstrand et al., 2020). Isso sugere que, em alguns casos, os investidores ainda não estejam precificando o conteúdo ESG no preço das ações de empresas listadas (Landi & Sciarelli, 2019).

3. Método e Dados

3.1 Criação do Índice de *Disclosure*

Por meio da evidenciação, as empresas fornecem aos investidores informações sobre atividades recentes e futuras relacionadas com ESG, podendo, inclusive, utilizar diferentes canais de comunicação (Ignatov, 2023). É neste ambiente que a mineração de texto se tornou uma ferramenta essencial para analisar divulgações em relatórios corporativos, inclusive divulgações ESG, dada a natureza predominantemente textual desses documentos (Baier et al., 2020; Heichl & Hirsch 2023). A análise textual das informações não financeiras permite, entre outros pontos: i) identificar e categorizar os temas ESG abordados, avaliando a qualidade e a quantidade da divulgação das informações; ii) comparar o nível de divulgação entre empresas e setores, bem como monitorar alterações ao longo do tempo; e iii) avaliar o desempenho e o compromisso das empresas com a sustentabilidade e a responsabilidade corporativa (Baier et al., 2020; Heichl & Hirsch 2023; Yin et al., 2024).

Uma das estratégias utilizadas para a mineração de textos envolve o uso de dicionários, cuja construção pode variar. Da mesma maneira, a construção de dicionários de palavras relacionadas a ESG pode também variar. Em estudos anteriores, alguns autores desenvolveram listas de palavras e frases relevantes para tópicos ESG, adaptando-as às características específicas de relatórios não financeiros (Heichl & Hirsch, 2023). Outras abordagens, baseadas na análise textual de relatórios financeiros, identificam e atribuem palavras relevantes às categorias ESG (Baier et al., 2020; Ignatov, 2023). A utilização de um algoritmo para analisar documentos de empresas publicamente disponíveis e determinar quando o conteúdo de um texto se refere às mudanças climáticas também é identificada na literatura (Yin et al., 2024).

Com base em estudos anteriores e considerando as variadas abordagens de construção de dicionários, nesta pesquisa, para avaliação do *disclosure*, foi elaborado um dicionário de palavras relacionadas com as normas IFRS S1 e IFRS S2. Neste caso, foram consideradas as palavras listadas no Apêndice A que, juntas, corresponderam a 30 termos de busca. Por exemplo, o termo de busca “ambient” permite localizar as palavras “ambiente”, “ambiental”, “ambientalmente”, “ambientais”, e “meio ambiente”. Esses termos serviram de base, então, para a criação de um índice (Bardin, 1977), representando um indicador com base na frequência de termos ESG nos relatórios avaliados. Neste estudo, o dicionário de pesquisa foi utilizado tanto em contagem automatizada quanto manualmente, em contextos específicos diretamente ligados ao ESG.

Os termos de busca disponíveis no Apêndice A permitem identificar palavras relacionadas com as normas IFRS 1 e IFRS S2 e, consequentemente, com o contexto ESG. De acordo com Bardin (1977), dentre os componentes da codificação na análise de conteúdo, tem-se a escolha das unidades de registro e a definição das regras de contagem. As unidades de registro, no caso deste estudo, são representadas pelos termos do dicionário de pesquisa. Desta forma, cada relatório foi analisado a partir dos termos de busca, sendo contabilizada a quantidade de vezes que o respectivo termo apareceu.

Quanto às regras de contagem, foi considerada também a referência ao contexto (Bardin, 1977) para a criação dos índices. Tendo em vista que essas palavras também podem ser utilizadas fora do contexto de sustentabilidade nos relatórios, foram adotadas duas abordagens que se diferenciam quanto a referência ao contexto (resultando, consequentemente, em dois índices): i) na primeira abordagem (“Índice ESG Específico”), cada palavra do dicionário foi

avaliada dentro do contexto no qual ela foi utilizada no relatório, sendo considerada na contagem apenas as palavras utilizadas em contextos específicos de ESG. Esse procedimento exigiu a análise de cada trecho do relatório no qual o termo foi identificado, sendo contabilizadas apenas palavras estritamente ligadas ao contexto ESG; ii) já na segunda abordagem (“Índice ESG Amplo”), cada palavra foi inserida na contagem independentemente do contexto no qual ela apareceu no relatório avaliado, representando, assim, um indicador para contagem bruta dessas palavras.

Foi ainda criado um terceiro índice, que combina o Índice ESG Específico com as sugestões do TCFD. Esse índice foi nomeado neste trabalho como “Índice ESG Específico + TCFD” e, assim como o Índice ESG Específico, considera o contexto no qual os termos foram divulgados, sendo pontuados apenas casos relacionados a ESG. A diferença entre o Índice ESG Específico e o “Índice ESG Específico + TCFD” é que este último considera mais 09 termos de busca, especificados no Apêndice B. O conteúdo desses três índices é resumido a seguir:

Índice ESG Específico = refere-se à média da contagem de palavras do dicionário pontuando apenas trechos exclusivamente relacionados com ESG em cada relatório analisado;

Índice ESG Amplo = refere-se à média da contagem bruta de palavras do dicionário em cada relatório analisado;

Índice ESG Específico + TCFD = refere-se à média da contagem de palavras do dicionário e do TCFD pontuando apenas trechos exclusivamente relacionados com ESG e itens ambientais em cada relatório analisado.

As sugestões do TCFD foram consideradas por fornecerem uma estrutura para divulgar as implicações financeiras dos riscos e dependências relacionados ao clima, nas quais se baseia a orientação ilustrativa que acompanha a IFRS S2, incluída nas discussões dos rascunhos de ambas as normas ISSB. Além disso, entre as diferentes reuniões do ISSB, também fez parte das discussões sobre a medição dos impactos ambientais através das emissões de gases de efeito estufa (GEE) classificados em 3 Escopos, que incluem a medição da geração direta e indireta e a cadeia de valor das empresas, o que finalmente foi sugerido para o uso do *Protocol Corporate Standard GHG* (Padrão Corporativo do Protocolo de Gases de Efeito Estufa) (IFRS 2022b; 2022c; 2022d).

De posse da contagem de palavras, o índice considera a média aritmética dessa frequência, por relatório. Essa média é obtida pela divisão da frequência do número de palavras, de acordo com o índice em avaliação, pelo total de palavras do dicionário. O índice foi utilizado de base para categorizar as empresas em dois grupos: Empresas com Alto Índice de Divulgação (25% maiores valores) e Empresas com Baixo Índice de Divulgação (25% menores valores).

3.2 O Estudo de Eventos

O retorno anormal das ações foi estimado por meio de um estudo de eventos, que permite avaliar o efeito de alguma nova informação no retorno das ações de empresas listadas. A execução do estudo de eventos se deu com base em MacKinlay (1997), Campbell et al. (1997) e Dias e Malaquias (2021). No caso desta pesquisa, o evento de interesse é a data da primeira publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas. Republicações de demonstrações financeiras podem acontecer por motivos como correção de erros (sejam erros de informações ou mesmo erros de formatação), inclusão de informações, melhoria das notas explicativas ou do relatório da administração, dentre outros (Netto e Pereira, 2010; Freire et al., 2022). Com

base nas análises feitas por Netto e Pereira (2010), para a amostra total, tem-se que o efeito das republicações não se mostrou significativo no retorno das ações. Para esta pesquisa, nos casos em que houve republicação da demonstração, foi considerada a primeira publicação. A data de publicação, então, consiste na “data zero”.

Definida a “data zero”, deve-se também definir a janela de eventos, composta por 05 dias: dois dias antes da publicação (-2; -1), o dia da publicação (0), e dois dias depois da publicação (+1; +2), conforme ilustrado na Figura 1. Isso permite avaliar o efeito da informação tanto na data de publicação quanto nos dias próximos (anteriores e posteriores) à publicação. Dentro da janela de eventos, calcula-se o retorno anormal, informação essencial para a realização do estudo de eventos.

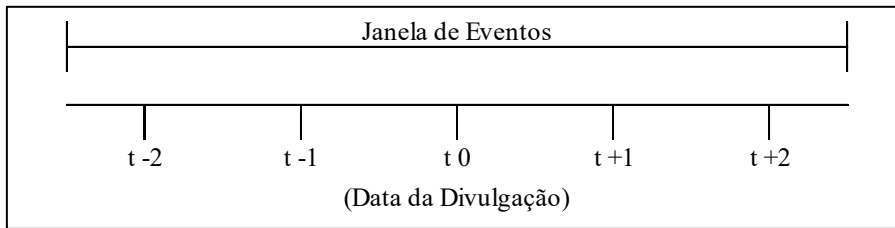


Figura 1 Imagem ilustrativa sobre a janela de eventos

Fonte: adaptado de Campbell et al. (1997).

O retorno anormal consiste na diferença entre o retorno observado e o retorno “normal” na janela de eventos. De maneira geral, o retorno “normal” indica o retorno esperado no período caso nenhum evento relevante acontecesse (Camargos & Barbosa, 2003; Dias & Malaquias, 2021). Esse retorno “normal” é estimado por meio de um modelo matemático, que no caso desse estudo foi o modelo de mercado, com fator simples (MacKinlay, 1997; Takamatsu et al., 2008; Dias & Malaquias, 2021). O índice de mercado utilizado nesse modelo foi o Ibovespa. Para fins de robustez, foi utilizado também o IBRX-50. Com base em MacKinlay et al. (1997), a Equação 1 apresenta o modelo estimado.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: R_{it} representa o retorno diário de cada ação da amostra, R_{mt} representa o retorno diário do índice de mercado e α_i , β_i , e ε_{it} representam os parâmetros do modelo.

Quanto à janela de estimação, foi adotado o mesmo procedimento de Dias e Malaquias (2021) com a janela de estimação de 30 dias (início em 60 dias antes da data zero e com finalização em 30 dias antes da data zero). “O uso de uma janela que antecede em 30 pregões o evento permite eliminar eventuais vieses decorrentes do evento nos coeficientes obtidos pelo modelo de estimação” (Dias & Malaquias, 2021, p. 135). Assim, para cada empresa foi operacionalizado um modelo matemático (conforme Equação 1) com base na janela de estimação; esse modelo foi então utilizado para estimar os retornos “normais” na janela de eventos. A diferença entre os retornos “normais” e os retornos observados no período foram avaliados individualmente em cada uma das cinco datas da janela de eventos, bem como no período completo, compondo, assim, os *Cumulative Abnormal Returns* (CARs – Retornos Anormais Acumulados).

Finalmente, avalia-se se há alguma relação entre os índices ESG e os retornos anormais registrados pelas empresas. Essa relação foi analisada por meio da comparação dos retornos anormais das empresas divididas em dois grupos: um grupo de empresas com maiores índices ESG e outro grupo composto por empresas com menores índices ESG. O teste utilizado para essa comparação consistiu no teste t para diferença de médias. A hipótese nula testada na

pesquisa foi a seguinte: **H₀** – Empresas com elevado índice de divulgação e empresas com baixo nível de divulgação possuem retorno anormal médio equivalente. Por outro lado, a hipótese alternativa foi a seguinte: **H₁** – Empresas com elevado índice de divulgação apresentam retorno anormal médio diferente de empresas com baixo índice de divulgação.

As datas de publicação dos relatórios foram coletadas junto à [B]³ (2024a), bem como as demonstrações financeiras das empresas da amostra e os dados relativos à cotação diária das ações (cotações de fechamento). A amostra do estudo foi composta por empresas pertencentes ao IBRX-50, que é composto por empresas brasileiras com elevado nível de liquidez em bolsa. O IBRX-50 consiste em uma carteira teórica, representando um “indicador do desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro” ([B]³, (2024b). Essa escolha metodológica é justificada pelo interesse de capturar o efeito de novos eventos nos preços das ações; empresas com maior liquidez em bolsa possuem maior atenção por parte dos investidores, e estariam mais sensíveis a alterações em seus preços/retornos frente a novas informações. Ações com pouca negociação em bolsa levariam maior tempo para reagir a essas novas informações.

Os relatórios avaliados referem-se ao ano fiscal de 2023, portanto, publicados em 2024. A coleta de dados foi finalizada em 31 de Março de 2024, o que permitiu identificar os relatórios contábeis de 48 das 50 ações do IBRX-50. O Apêndice C da pesquisa evidencia os códigos das ações das empresas que fizeram parte da amostra. Na descrição da análise dos resultados, apresenta-se também a distribuição do número de observações com base no setor de atuação das empresas. O período de publicação dos relatórios de 2023, para as empresas da amostra, iniciou-se em 05 de Fevereiro de 2024.

Esse período de coleta dos relatórios (relativos ao exercício de 2023) mostra-se oportuno por abordar o período mais recente e também o último período no qual as empresas publicaram suas demonstrações sem orientações de órgãos normatizadores diretamente relacionadas aos novos padrões sobre divulgação ESG. Desta forma, a análise desses relatórios pode já evidenciar pontos que demandam melhoria e pontos que as empresas já estão atendendo em suas divulgações voluntárias sobre o assunto. Quanto à escolha por empresas brasileiras, encontra-se também justificada observando-se, por exemplo, a Resolução 193 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2023).

4. Resultados

4.1 Análise do Conteúdo dos Relatórios

Ao analisar os relatórios das empresas e também avaliar o contexto no qual os termos do dicionário de pesquisa foram mencionados, procedeu-se à seleção de alguns trechos dos relatórios para exemplificar sua conexão com o tema. Desta forma, a seguir, são elencados alguns exemplos de parágrafos associados aos requisitos parciais das IFRS S1 e S2. É importante ressaltar que existe uma lacuna ainda a ser explorada pelas empresas, que permitirá o fornecimento mais detalhado de informações ambientais ou mesmo informações abrangendo os termos de pesquisa analisados; assim, as informações coletadas e analisadas poderiam ser interpretadas como uma implementação parcial. Sobre riscos e oportunidades relacionados com sustentabilidade, foram selecionados os seguintes trechos como exemplos de requisito parcial associado às IFRS S1 e S2:

Empresa Suzano S.A. (Ano Fiscal 2023, Nota Explicativa, pág.: 48):
“[...] a Suzano e outras cinco companhias globais criaram a Biomas com o objetivo de restaurar, conservar e preservar florestas nativas no Brasil. O objetivo da iniciativa é, ao longo de 20 anos, restaurar e proteger

matas nativas em diferentes biomas brasileiros, como Amazônia, Mata Atlântica e Cerrado. A área é equivalente ao território da Suíça ou do estado do Rio de Janeiro. A iniciativa visa promover um modelo de negócio sustentável também do ponto de vista financeiro, viabilizando cada projeto de restauração, conservação e preservação a partir da comercialização de créditos de carbono, entre remoções e emissões evitadas, reduzindo da atmosfera toneladas de CO₂e”.

Empresa VALE (Ano Fiscal 2023, Nota Explicativa, pág.: 21): “Impactos dos riscos físicos relacionados às mudanças climáticas nos valores contábeis dos ativos: As operações da Companhia também estão expostas a eventos decorrentes das mudanças climáticas. Portanto, a Companhia avaliou os potenciais impactos dos riscos físicos relacionados à mudança climática nos modelos utilizados no teste de *impairment* de ativos, como por exemplo, potenciais interrupções operacionais causadas por aumento da frequência ou gravidade de eventos climáticos extremos e crônicos resultantes de mudanças de longo prazo nos padrões climáticos. A Companhia não identificou nenhum *impairment* de ativos nas demonstrações financeiras de 2023 devido aos riscos físicos considerados na avaliação”.

Empresa Itaú Unibanco (Ano Fiscal 2023, Nota Explicativa, pág.: 208): “Os fatores sociais, ambientais e climáticos são considerados relevantes para os negócios do ITAÚ UNIBANCO HOLDING, uma vez que podem afetar a criação de valor compartilhado no curto, médio e longo prazos. [...]. Para mitigação dos Riscos Social, Ambiental e Climático são efetuadas ações de mapeamentos de processos, riscos e controles, acompanhamento de novas normas relacionadas ao tema e registro das ocorrências em sistemas internos”.

Pode-se observar nesses exemplos a menção que as empresas fizeram a riscos relacionados aos aspectos ambientais, sociais e climáticos, incluindo aspectos sobre biomas brasileiros, florestas nativas e possíveis efeitos desses fatores nos números reportados nas demonstrações contábeis. Sobre informações razoáveis e sustentáveis, observou-se o seguinte trecho como exemplo de requisito parcial associado às IFRS S1 e S2:

Empresa Suzano S.A. (Ano Fiscal 2023, Nota Explicativa, pág.: 47): “Gestão de riscos climáticos: [...] A Companhia possui uma estrutura dedicada à gestão de riscos corporativos, incluindo os riscos relacionados às mudanças climáticas, com metodologias, ferramentas e processos próprios que visam garantir a identificação, a avaliação e o tratamento dos seus principais riscos de curto, médio e longo prazo. Tal estrutura, por meio da sua sistemática de gestão, permite o monitoramento contínuo dos riscos e seus eventuais impactos, o controle das variáveis envolvidas e a definição e implementação de medidas mitigatórias, que visam reduzir as exposições identificadas. [...]. A avaliação da Companhia sobre os potenciais impactos físicos das mudanças climáticas, bem como decorrentes da transição para uma economia de baixo carbono é efetuada de forma contínua e seguirá evoluindo”.

Sobre o alcance dos riscos e oportunidades relacionados com a sustentabilidade em toda a cadeia de valor, observou-se o seguinte trecho como exemplo de requisito parcial associado às IFRS S1 e S2:

Empresa VALE (Ano Fiscal 2023, Nota Explicativa, pág.: 19): “A Companhia tem a intenção de integrar a sustentabilidade em seus negócios por meio de uma abordagem abrangente, baseada em planejamento e execução sistemáticos, priorizando o gerenciamento de riscos, bem como os impactos e estabelecendo um legado social, econômico e ambiental positivo. [...]. Estratégia: a) Redução das emissões de gases de efeito estufa (“GEE”) por meio do aumento da eficiência energética dos processos e desenvolvimento de soluções baseadas na substituição de fontes fósseis de energia por alternativas renováveis ou de menor intensidade de emissão. b) Investimento em energia de fontes renováveis, visando redução das emissões de GEE”.

A evolução e padronização dos conceitos ESG incluídos nas normas IFRS S1 e S2 deixam de lado o caráter voluntário e tornam-se um novo desafio de implementação, gerando até mesmo complexidades de mensuração no que diz respeito à informação qualitativa e de mensuração (ISSB, 2023a; 2023b), que poderá significar efeitos mistos nas informações reportadas por estas empresas nas suas demonstrações financeiras. Até onde sabe-se, existe uma lacuna na literatura acadêmica sobre as divulgações dos novos padrões nas Bolsas de Valores da América Latina. Assim, esta pesquisa pode contribuir para preencher essa lacuna.

4.2 Análise dos Índices e sua Relação com os Retornos Anormais

Concluída a análise de conteúdo, passou-se à mensuração dos índices de evidenciação. Conforme descrito na metodologia do estudo, a amostra foi composta por 48 empresas pertencentes ao IBRX-50. A Tabela 1 evidencia a estatística descritiva para o *disclosure* dessas empresas, com base no Índice criado.

Tabela 1

Estatística Descritiva para o Disclosure das Empresas da Amostra

Variáveis	N	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
Índice ESG Específico	48	1,145	1,621	0,000	6,733
Índice ESG Amplo	48	2,977	3,041	0,000	11,767
Índice ESG Específico + TCFD	48	1,030	1,443	0,000	6,256

Notas: Índice ESG Específico = refere-se à média da contagem de palavras do dicionário pontuando apenas trechos exclusivamente relacionados com ESG em cada relatório analisado; Índice ESG Amplo = refere-se à média da contagem bruta de palavras do dicionário em cada relatório analisado; Índice ESG Específico + TCFD = refere-se à média da contagem de palavras do dicionário e do TCFD pontuando apenas trechos exclusivamente relacionados com ESG e itens ambientais em cada relatório analisado; quantidade de empresas da amostra = 48.

Fonte: dados da pesquisa.

É oportuno observar que, mesmo diante da recente demanda pelo mercado e pela sociedade para melhores informações e melhores práticas sustentáveis, há empresas que não registraram nenhuma informação ambiental relativa ao dicionário em seu relatório anual (conforme pode ser constatado pelo valor de mínimo = 0,000 na Tabela 1). Era esperado que as empresas da amostra, por serem empresas com maior liquidez em bolsa, apresentassem

informações mais detalhadas sobre aspectos e estratégias ESG, entretanto, em algumas empresas, essa expectativa não foi satisfeita.

Três termos do dicionário não foram encontrados nem no contexto geral, nem no contexto específico ESG, sendo eles: alfabetização, fauna e pobreza. Embora esses termos estejam diretamente relacionados ao contexto ESG, particularmente aos aspectos de ambiente e social, as empresas da amostra talvez não tenham divulgado conteúdo usando esses termos por alguns motivos como: i) evidenciação de ações dessa natureza em outros canais de comunicação com os usuários externos; ii) eventual uso de outros termos para se referir a essas ações nos relatórios analisados; iii) eventual ausência de projetos ou iniciativas, no ano de análise, que envolveram diretamente iniciativas para ampliar o nível de alfabetização, contribuir com a fauna brasileira ou reduzir a pobreza. Por outro lado, os termos mais frequentes em contextos diretamente relacionados com ESG foram: saúde, inclus* (inclusão; inclusiva(s); inclusivo(s)), ambient* (ambiente; ambiental; ambientalmente; ambientais; meio ambiente) e natur* (natureza; natural; naturais).

Após realizar a análise descritiva das variáveis na Tabela 1, procedeu-se à estimativa do coeficiente de correlação entre dois dos índices avaliados nesta pesquisa: o Índice ESG Específico e o Índice ESG Amplo, tendo em vista que a diferença entre eles está na consideração do contexto no qual as palavras do dicionário foram utilizadas. O coeficiente de Correlação de Pearson entre os dois referidos índices ESG foi positivo, de 0,8783 e estatisticamente significativa ao nível de 1%.

Essa correlação positiva entre os dois índices sugere que a contagem de palavras do Índice Específico possui relação positiva com o Índice Amplo, ou seja, empresas com maior pontuação no Índice Específico também tendem a apresentar melhor pontuação no Índice Amplo, e vice-versa. Desta forma, observou-se indícios de que o uso de um dicionário automatizado para registrar as palavras do dicionário, independentemente do contexto, pode proporcionar resultados correlacionados com os obtidos por um dicionário de palavras mais específico e que considera o contexto de cada palavra.

A Tabela 2 revela a média dos três índices ESG por setor da economia. Essa média foi calculada com base na quantidade de empresas disponíveis em cada setor, elaborada para permitir uma visualização de eventuais diferenças no nível de *disclosure* de acordo com o setor de atuação das empresas.

Tabela 2*Média dos Índices ESG, por Setor*

Setor	N	Índice ESG Específico	Índice ESG Amplio	Índice ESG Específico + TCFD
Agricultura	1	1,100	3,233	1,000
Alimentos e Bebidas	4	1,508	3,833	1,256
Bancos/Finanças	8	1,146	3,025	1,061
Comércio	6	0,117	0,822	0,184
Construção Civil	3	0,122	0,811	0,111
Energia Elétrica	4	0,900	3,042	0,788
Extração Mineral	1	4,867	5,967	4,359
Farmacêutico e Higiene	2	0,750	5,017	0,731
Máq., Equip., Veíc. e Peças	2	0,233	0,817	0,231
Metalurgia e Siderurgia	1	0,833	2,100	0,769
Papel e Celulose	2	2,567	6,817	2,115
Petróleo e Gás	5	2,787	5,147	2,595
Saneamento	1	1,500	3,767	1,256
Serviços de Transporte e Logíst.	3	0,311	1,078	0,274
Serviços Médicos	2	2,167	5,633	1,744
Telecom. / Comunic. / Informática	2	0,250	1,333	0,256
Têxtil e Vestuário	1	0,000	0,567	0,026

Notas: a coluna “N” indica o número de empresas em cada setor; as três colunas seguintes indicam a média, por setor, do índice de *disclosure* (com base na contagem de palavras).

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com os resultados da Tabela 2, existe uma assimetria do índice de palavras entre os setores representados na pesquisa. Isso indica que há setores com baixo nível de *disclosure* ESG, ao passo que há outros setores nos quais as empresas divulgaram mais informações sobre esse tópico. Como trata-se de um conteúdo importante para o mercado e com elevada demanda, seria esperado um nível mínimo de informações por todas as empresas. Os quatro setores com menor índice de palavras são os mesmos, independentemente do tipo de avaliação realizada: Têxtil e Vestuário, Comércio, Construção Civil, Máq./Equip./Veíc./Peças. Por outro lado, os quatro setores que apresentaram maior nível de índice de palavras também receberam essa classificação independentemente do tipo de índice avaliado: Serviços Médicos, Papel/Celulose, Petróleo/Gás e Extração Mineral. Estes últimos quatro setores apresentam relação com práticas de sustentabilidade, seja por envolverem o uso de recursos naturais no seu processo produtivo ou por envolverem cuidados com a saúde, e talvez isso justifique a presença de empresas com maiores detalhes sobre o *disclosure* ESG nesses setores.

Esses resultados também podem ser interpretados à luz do estudo de Asif et al. (2023). De acordo com os autores, empresas que inerentemente possuem maior pegada de carbono (como combustíveis fósseis, siderurgia e mineração) demandariam maior personalização de seus relatórios financeiros, o que favoreceria a comparação entre empresas (Asif et al., 2023). Nicolo et al. (2023) apontam que o setor de utilidades (gás natural, geração e distribuição de energia elétrica, saneamento básico, dentre outros), embora forneça serviços públicos essenciais, apresenta também efeitos adversos no meio ambiente. Desta forma, o *disclosure* ESG torna-se crucial para que as empresas desse setor respondam a diversas pressões (Nicolo et al., 2023), o que se mostra coerente com os resultados desta pesquisa, conforme apresentado na Tabela 2.

Após apresentar alguns exemplos de trechos que estariam associados com as novas normativas IFRS S1 e S2, bem como de analisar, de forma descritiva, os índices obtidos, passou-se a avaliar os retornos anormais frente a diferentes níveis de evidênciação. Desta forma,

a Tabela 3 apresenta o retorno anormal médio das empresas de acordo com o seu respectivo grupo para o índice de *disclosure*.

A Tabela 3 apresenta o retorno anormal médio (e a média do CAR – Retorno Anormal Acumulado) de acordo com o grupo de classificação para o Índice ESG. Essa tabela permite comparar a média do retorno anormal (e do retorno anormal acumulado) de acordo com os grupos criados para o *disclosure*. O retorno anormal médio refere-se à média dos retornos anormais na data do evento (Data 0), bem como um dia antes (Data -1) e um dia depois (Data 1), enquanto que o CAR médio refere-se à média do retorno anormal acumulado na janela do evento. A Tabela 3 também evidencia o resultado para o teste de comparação de médias (teste t) para avaliar se a média do retorno anormal (ou do retorno anormal acumulado, conforme o caso) mostrou-se estatisticamente diferente entre os grupos especificados.

Tabela 3

Retorno Anormal Médio (e Acumulado) de Acordo com o Índice ESG

Painel A: Índice ESG Específico

Grupo:	"Data -1"			"Data 0"			"Data 1"			CAR		
	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.
Baixo Índice	12	1,225	0,218 n.s.	12	0,136	0,240 n.s.	12	1,561	0,021 **	12	3,839	0,040 **
Alto Índice	12	0,219		12	-2,541		12	-0,498		12	-2,202	

Painel B: Índice ESG Amplo

Grupo:	"Data -1"			"Data 0"			"Data 1"			CAR		
	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.
Baixo Índice	12	0,534	0,623 n.s.	12	0,045	0,346 n.s.	12	2,035	0,027 **	12	3,785	0,073 *
Alto Índice	12	0,120		12	-2,253		12	-0,426		12	-1,904	

Painel C: Índice ESG Específico + TCFD

Grupo:	"Data -1"			"Data 0"			"Data 1"			CAR		
	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.	N	Média	Sig.
Baixo Índice	12	0,851	0,455 n.s.	12	-0,518	0,369 n.s.	12	1,245	0,056 *	12	2,133	0,152 n.s.
Alto Índice	12	0,219		12	-2,541		12	-0,498		12	-2,202	

Notas: Empresas com Alto Índice = grupo de empresas com 25% maiores valores para o Índice ESG; e Empresas com Baixo Índice = grupo de empresas com 25% menores valores para o Índice ESG; *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%; n.s. = não significativo.

Fonte: dados da pesquisa.

Os principais resultados do estudo sugerem que o conteúdo informacional mais detalhado sobre sustentabilidade, mensurado com base no dicionário da pesquisa, não se mostrou como uma variável estatisticamente significativa para explicar a diferença nos retornos anormais apresentados pelas empresas na data de sua publicação (ou seja, na "Data 0"). Por outro lado, um dia após a publicação do relatório, o grupo de empresas com maior pontuação para o índice ESG apresentou retorno anormal médio menor que o grupo de empresas com menor pontuação no referido índice. Isso sugere que o mercado pode ter demorado um pouco mais para reagir ao conteúdo informacional, o que talvez possa ser explicado em função do conteúdo referir-se a textos, e não a números.

Se, por um lado, há estudos indicando a sensibilidade positiva do mercado a anúncios ESG (Di Tommaso & Mazzuca, 2022; Ignatov, 2023), conforme apontado anteriormente, há também outros estudos que identificaram uma relação não significativa entre ESG e o retorno de ações no mercado financeiro (Fiskerstrand et al., 2020), bem como uma relação não positiva entre ESG e o prêmio de mercado (Landi & Sciarelli, 2019). De acordo com Landi e Sciarelli (2019), uma possível explicação poderia ser o tipo de comportamento dos investidores que negociam essas ações. Talvez o mesmo cenário se aplique ao mercado brasileiro, no qual

empresas com maiores níveis de informação ESG podem ainda não estar sendo recompensadas (Landi & Sciarelli, 2019) em termos de um prêmio no retorno. Ademais, o teor do conteúdo ESG possa também proporcionar conclusões complementares, uma vez que informações desfavoráveis, como violações éticas, podem afetar negativamente o preço das ações (Nguyen et al., 2024).

Outro resultado a ser destacado refere-se ao retorno anormal médio do grupo de empresas com maiores índices ESG. Esse retorno anormal médio foi negativo, um dia após a publicação do relatório. Para o retorno anormal acumulado na janela do evento, no caso do Índice ESG Específico e do Índice ESG Amplo, seus valores médios também foram negativos. Esse resultado pode ser um sinal de que os participantes do mercado, em média, entenderam que suas expectativas sobre o comportamento dos preços das ações necessitavam ser ajustadas diante das novas informações divulgadas. O tom dessa divulgação (tom positivo ou tom negativo) talvez possa auxiliar na compreensão desse comportamento; desta forma, pesquisas futuras podem abordar essa temática.

4.3 Testes de Robustez

Para avaliar se os resultados do estudo poderiam estar sujeitos a algum viés decorrente de decisões metodológicas sobre o período para a Janela de Estimação, foram consideradas ainda três janelas de estimação diferentes, seguindo a mesma linha adotada por Dias e Malaquias (2021). Assim, todos os cálculos da Tabela 3 foram realizados novamente com base nas seguintes janelas (Dias & Malaquias, 2021):

- 50 dias (início em 60 dias antes do evento e finalização em 10 dias antes do evento);
- 90 dias (início em 120 dias antes do evento e finalização em 30 dias antes do evento);
- 250 dias (início em 280 dias antes do evento e finalização em 30 dias antes do evento).

Realizou-se ainda uma análise adicional, substituindo o Ibovespa como *proxy* para o índice de mercado; ele foi substituído pelos retornos do IBRX-50. Os resultados foram equivalentes aos apresentados na Tabela 3, tanto em termos de sinal quanto de nível de significância. A Tabela 4 resume esses resultados.

Tabela 4*Resumo para os Resultados Obtidos nos Testes de Robustez***Painel A:** Janela de 50 dias

Tipo de Índice	"Data -1"	"Data 0"	"Data 1"	CAR
Índice ESG Específico	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	**
Índice ESG Amplo	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	*
Índice ESG Específico + TCFD	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	*	<i>n.s.</i>

Painel B: Janela de 90 dias

Tipo de Índice	"Data -1"	"Data 0"	"Data 1"	CAR
Índice ESG Específico	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	**
Índice ESG Amplo	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	<i>n.s.</i>
Índice ESG Específico + TCFD	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	*	<i>n.s.</i>

Painel C: Janela de 250 dias

Tipo de Índice	"Data -1"	"Data 0"	"Data 1"	CAR
Índice ESG Específico	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	*
Índice ESG Amplo	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	**
Índice ESG Específico + TCFD	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	*	<i>n.s.</i>

Painel D: Substituindo o IBOVESPA pelo IBRX-50 (como índice de mercado)

Tipo de Índice	"Data -1"	"Data 0"	"Data 1"	CAR
Índice ESG Específico	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	**
Índice ESG Amplo	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	**	*
Índice ESG Específico + TCFD	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	*	<i>n.s.</i>

Notas: *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%; *n.s.* = não significativo.

Fonte: dados da pesquisa.

Inicialmente, de acordo com o resumo apresentado na Tabela 4, em todos os quatro casos (Painéis de A até D), os resultados foram equivalentes aos observados na Tabela 3 para o retorno anormal na data zero, na data -1 e na data 1. Isso indica que o período utilizado para a janela de estimação (50 dias, 90 dias ou 250 dias) não apresentou efeito nos retornos e comparações realizadas nos testes principais do estudo, os quais se basearam em uma janela de estimação de 30 dias. Para o retorno anormal acumulado: i) na janela de 90 dias, no Índice Amplo a diferença deixou de ser significativa; e ii) na janela de 250 dias, a diferença foi significativa a 10% para o Índice ESG Específico e significativa a 5% para o Índice ESG Amplo.

Para o caso do Índice ESG Específico, em todas as análises realizadas (Tabelas 3 e 4), o retorno anormal médio do grupo de empresas com maior índice de palavras foi estatisticamente diferente do retorno anormal médio do outro grupo. A mesma situação se aplica à média do retorno anormal acumulado.

A complexidade envolvida na implementação de conceitos ESG numa linguagem comum para empresas que divulgam informações sobre a sustentabilidade dos seus relatórios financeiros (Dmuchowski et al., 2023; Nicolo et al., 2023), em conjunto com as demandas dos *stakeholders*, impulsiona a necessidade de algum nível de padronização na divulgação ESG (Huang et al., 2023; Di Tommaso & Mazzuca, 2022). A antecipação na aplicação de diferentes normas associadas ao ESG ou mesmo focadas exclusivamente no meio ambiente pode significar avanços consideráveis na aplicação das normas emitidas pelo ISSB.

Embora estudos recentes sugiram que a divulgação ESG pode influenciar positivamente os riscos e retornos financeiros atribuídos pelos investidores, bem como o desempenho financeiro das empresas e a liquidez dos preços (Chen et al., 2023; Di Tommaso & Mazzuca, 2022), as mensurações dos efeitos e o fortalecimento da identificação de riscos e oportunidades

continuam latentes nas discussões e têm feito parte de extensas atas de reuniões do ISSB. As diretrizes fornecidas pelo TCFD serviram de base para as minutas, principalmente do IFRS S2, que constituíram avanços nos últimos anos no que diz respeito à identificação de riscos e oportunidades, bem como à mensuração de GEE. Inclusive, os resultados obtidos em períodos anteriores podem fazer parte da aplicação das recomendações do TCFD, porém, estudos anteriores não consideraram diretamente o que é definido pelas normas IFRS S1 e IFRS S2.

5. Considerações Finais

Esta pesquisa foi desenvolvida com o objetivo geral de avaliar a relação entre o *disclosure* ESG, em linha com as novas normas IFRS S1 e IFRS S2, e o retorno anormal de ações de empresas de capital aberto. O *disclosure* ESG foi mensurado por meio de um dicionário de palavras, aplicado aos relatórios anuais das empresas da amostra, e o retorno anormal foi estimado por meio de um estudo de eventos. A hipótese de pesquisa foi analisada por meio do teste de diferença de médias.

Os resultados desta pesquisa indicaram um diagnóstico inicial com a construção de um banco de dados inédito e muito recente de empresas brasileiras a respeito de requisitos alinhados às normas IFRS S1 e IFRS S2. Ademais, o estudo evidenciou que o índice ESG apresentou efeito no retorno anormal das ações um dia após a publicação do relatório. Esse efeito no retorno anormal um dia após a publicação talvez esteja relacionado com o conteúdo textual avaliado na pesquisa, que por ser não numérico pode levar um tempo adicional para ser precificado nas ações das empresas.

Os resultados da aplicação do IFRS S1 e IFRS S2 podem proporcionar maior relevância nos relatórios financeiros ao fornecerem mais informações sobre sustentabilidade e aspectos ESG. Em termos práticos, informações mais detalhadas contribuem para o nível de transparência das empresas, evidenciando para os usuários externos suas iniciativas para se relacionar com o meio ambiente e com a sociedade. Ademais, em termos teóricos, o fornecimento mais adequado de informações nos relatórios financeiros, particularmente informações sobre aspectos ESG, pode contribuir para aprimorar o nível de eficiência do mercado.

Os investidores de países com economias desenvolvidas já apresentam maior demanda pela divulgação de informações climáticas ou ESG, e até mesmo os reguladores locais tem contribuído para a aplicação de diferentes padrões. Contudo, mesmo considerando a relevância deste tipo de divulgação, a análise empírica deste estudo indica que as empresas da amostra ainda não refletem um número representativo de antecipação na aplicação regulatória do ISSB, pelo menos em seu formato completo. Essa consideração também possui efeitos para a prática gerencial, pois indica pontos que as empresas podem considerar para dar ênfase na preparação de suas demonstrações financeiras quando pretenderem divulgar maiores informações sobre critérios ESG.

Algumas empresas da amostra do estudo estão avaliando os efeitos dessas normas, por exemplo, indicando resultados sobre reduções de GEE até 2030 e/ou algumas descrições sobre riscos de transição ou riscos físicos (recomendações TCFD ou Guias incluídos na IFRS S2). As normas IFRS S1 e IFRS S2 serão obrigatórias a partir de 1º de janeiro de 2024; portanto, o debate sobre a divulgação desses elementos pelas empresas brasileiras listadas é um tema importante a ser considerado, tanto nos estudos acadêmicos, quanto na prática. Entre os principais desafios, por exemplo, podemos citar a determinação da materialidade das informações, pois define parâmetros para quantificar efeitos e também ser um fator para considerar informações qualitativas em caso de não divulgação de informações.

Os resultados deste estudo indicam um panorama não apenas sobre a divulgação sobre assuntos ESG pelas empresas listadas no Brasil, principal economia da América Latina, mas

também indicam alguns desafios relacionados à implementação dos requisitos do IFRS S1 e IFRS S2. Isso pode contribuir com a geração de informações mais completas para os investidores, bem como reforçar a avaliação constante de conceitos como Materialidade, Objetivos e Estratégias de cada empresa antes de focar na determinação de métricas, dados e relatórios.

Esta pesquisa conta com algumas limitações. Em primeiro lugar, o nível de divulgação pode ser composto por um conjunto de variáveis, porém, o modelo quantitativo desta pesquisa apresenta foco em palavras relacionadas a ESG e 8 palavras associadas a reuniões do ISSB relacionadas a definições de ESG, recomendações de medição e divulgação do TCFD. Portanto, novas pesquisas são necessárias para analisar os requisitos de ambas as normas com base em outras formas de mensuração; por exemplo, o tom da divulgação (positivo, neutro ou negativo) pode ser combinado com os componentes ESG para captar com maiores detalhes os aspectos do *disclosure* contábil. Em segundo lugar, o número de Relatórios Financeiros avaliados considera uma data de coleta de informações em que todas as empresas ainda não haviam publicado seus relatórios financeiros. Em terceiro lugar, o país de aplicação desta pesquisa foi apenas o Brasil, por ser um dos países mais representativos da região sul-americana. Ressalta-se, entretanto, que existem outras economias na América Latina com diferentes regulamentações, que podem implicar diferentes níveis de avanços em questões ESG. Essas outras economias possuem também diferentes idiomas, cultura e nível de desenvolvimento do mercado financeiro, o que pode proporcionar resultados diferentes dos obtidos nesta pesquisa.

Referências

- Asif, M., Searcy, C., & Castka, P. (2023). ESG and Industry 5.0: The role of technologies in enhancing ESG disclosure. *Technological Forecasting and Social Change*, 195. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.122806>
- Baier, P., Berninger, M., & Kiesel, F. (2020). Environmental, social and governance reporting in annual reports: A textual analysis. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 29(3), 93-118. <https://doi.org/10.1111/fmii.12132>
- Bardin, L. (1977). *Análise de Conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Basse, T., Desmyter, S., Saft, D., & Wegener, C. (2023). Leading indicators for the US housing market: New empirical evidence and thoughts about implications for risk managers and ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102765. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102765>
- Bigelli, M., Mengoli, S., & Sandri, S. (2023). ESG score, board structure and the impact of the non-financial reporting directive on European firms. *Journal of Economics and Business*, 127, 106133. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2023.106133>
- Bonetti, L., Lai, A., & Stacchezzini, R. (2023). Stakeholder engagement in the public utility sector: Evidence from Italian ESG reports. *Utilities Policy*, 84, 101649. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101649>
- [B]³ – Brasil, Bolsa, Balcão (2024a). Produtos e Serviços / Negociação / Renda variável / Ações / Empresas Listadas. Disponível em: <https://www.b3.com.br>.
- [B]³ – Brasil, Bolsa, Balcão (2024b). Market Data e Índices / Índices / Índices Amplos / Índice Brasil 50 (IBrX 50 B3). Disponível em: <https://www.b3.com.br>.

- Camacho, A. R. (2016). Alpha investment strategies in emerging markets: Assessing the potential and competitiveness of Latin American firms. *Journal of Business Research*, 69(10), 4421–4428. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.12.076>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudo de eventos: Teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3).
- Campbell, J., Lo, W., & MacKinlay, C. A. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Chen, L., Khurram, M. U., Gao, Y., Abedin, M. Z., & Lucey, B. (2023). ESG disclosure and technological innovation capabilities of the Chinese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 65, 101974. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101974>
- Chininga, E., Alhassan, A. L., & Zeka, B. (2023). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. (2023). Resolução CVM 193: 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. 20/10/2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>
- di Tommaso, C., & Mazzuca, M. (2023). The stock price of European insurance companies: What is the role of ESG factors? *Finance Research Letters*, 56, 104071. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104071>
- Dmuchowski, P., Dmuchowski, W., Baczewska-Dąbrowska, A. H., & Gworek, B. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) model; impacts and sustainable investment – Global trends and Poland’s perspective. *Journal of Environmental Management*, 329, 117023. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.117023>
- Etter, E. R., Lippincott, B., & Reck, J. (2006). An Analysis of U.S. and Latin American Financial Accounting Ratios. *Advances in International Accounting*, 19, 145–173. [https://doi.org/10.1016/S0897-3660\(06\)19006-6](https://doi.org/10.1016/S0897-3660(06)19006-6)
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fiskerstrand, S. R., Fjeldavli, S., Leirvik, T., Antoniuk, Y., & Nenadić, O. (2020). Sustainable investments in the Norwegian stock market. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(3), 294–310. <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1677441>
- Freire, M. M. A., Albuquerque Filho, A. R., Vasconcelos, A. C., Fernandes, J. S. (2022). O Efeito Moderador da Internacionalização na Relação entre Governança Corporativa e Republicação das Demonstrações Financeiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 25(1), 1-22. http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2022v25n1a1

- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits, in: *Corporate Ethics and Corporate Governance*, Springer Berlin, Heidelberg, pp. 173-178. doi: 10.1007/978-3-540-70818-6_14.
- He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2023). Corporate ESG rating and stock market liquidity: Evidence from China. *Economic Modelling*, 129, 106511. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106511>
- Heichl, V., & Hirsch, S. (2023). Sustainable fingerprint – Using textual analysis to detect how listed EU firms report about ESG topics. *Journal of Cleaner Production*, 426. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.138960>
- Huang, Q., Fang, J., Xue, X., & Gao, H. (2023). Does digital innovation cause better ESG performance? an empirical test of a-listed firms in China. *Research in International Business and Finance*, 66, 102049. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102049>
- Husted, B. W., & Sousa-Filho, J. M. de. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Ignatov, K. (2023). When ESG talks: ESG tone of 10-K reports and its significance to stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 89. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102745>
- International Financial Reporting Standards (IFRS). (2023a). *IFRS S2 Climate-related disclosures* [PDF]. Recuperado em Outubro de 2023, de <https://www.ifrs.org/supporting-implementation/supporting-materials-for-ifrs-sustainability-disclosure-standards/ifrs-s1/>
- International Financial Reporting Standards (IFRS). (2023b). *IFRS S2 Climate-related disclosures* [PDF]. Recuperado em Outubro de 2023, de <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s2-climate-related-disclosures.pdf?bypass=on#:~:text=This%20Standard%20requires%20an%20entity,short%2C%20medium%20or%20long%20term.>
- International Financial Reporting Standards (IFRS). (2022a). *Industry-based disclosures: Materials* [PDF]. IFRS. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap6-industry-based-materials.pdf>
- International Financial Reporting Standards (IFRS). (2022b). *Climate-related disclosures: Scope 1 and Scope 2 greenhouse gas emissions* [PDF]. IFRS. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap4a-climate-related-disclosures-scope-1-and-scope-2-greenhouse-gas-emissions.pdf>
- International Financial Reporting Standards (IFRS). (2022c). *Climate-related disclosures: Scope 3 greenhouse gas emissions* [PDF]. IFRS. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap4b-climate-related-disclosures-scope-3-greenhouse-gas-emissions.pdf>

International Financial Reporting Standards (IFRS). (2022d). *Climate-related disclosures: Greenhouse gas emissions measurement methods* [PDF]. IFRS. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de

<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap4c-climate-related-disclosures-greenhouse-gas-emissions-measurement-methods.pdf>

International Financial Reporting Standards (IFRS). (2022e). *Interoperability: Key matters* [PDF]. IFRS. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de

<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap3c4d-interoperability-key-matters.pdf>

International Financial Reporting Standards (IFRS). (2022f). *Agenda priorities: Update on planned approach* [PDF]. IFRS. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de

<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap2-agenda-priorities-update-on-planned-approach.pdf>

International Financial Reporting Standards (IFRS). (2024). *About the International Sustainability Standards Board*. Recuperado em 07 de Agosto de 2024, de

<https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>

Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 11–27.

<https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254>

Lizarzaburu Bolaños, E. R., Burneo, K., Galindo, H., & Berggrun, L. (2015). Emerging Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 20(39), 74–83.

<https://doi.org/10.1016/j.jefas.2015.08.002>

Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting*, 42(1), 25–56. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.12.002>

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.

Malaquias, R. F., & Zambra, P. (2018). Disclosure of financial instruments: Practices and challenges of Latin American firms from the mining industry. *Research in International Business and Finance*, 45, 158–167. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.144>

Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>

Netto, F. H., & Pereira, C. C. (2011). Impacto da republicação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(14), 29–50. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n14p29>

Nguyen, Q. T., Lindset, S., Eriksen, S. H., & Skara, M. (2024). Can an influential and responsible investor indeed be influential through responsible investments? Evidence from a

\$1 trillion fund. *International Review of Economics & Finance*, 89, 1120–1135.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.106>

Nicolo, G., Zampone, G., Sannino, G., & Tiron-Tudor, A. (2023). Worldwide evidence of corporate governance influence on ESG disclosure in the utilities sector. *Utilities Policy*, 82, 101549. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101549>

Rouf, Md. A., & Siddique, Md. N.-E.-A. (2023). Theories applied in corporate voluntary disclosure: a literature review. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 12(1), 49–68.
<https://doi.org/10.1108/JEPP-01-2022-0007>

Sternberg, T., & Ahearn, A. (2023). Mongolian mining engagement with SIA and ESG initiatives. *Environmental Impact Assessment Review*, 103, 107269.
<https://doi.org/10.1016/j.eiar.2023.107269>

Takamatsu, R. T.; Lamounier, W. M.; Colauto, R. D. (2008). Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46–63.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). (2022). *Introduction*. TCFD Hub. Recuperado em 15 de Dezembro de 2022, de <https://www.tcfhub.org/introduction>

Wei, H., Mohd-Rashid, R., & Ooi, C.-A. (2023). Corruption at country and corporate levels: impacts on environmental, social and governance (ESG) performance of Chinese listed firms. *Journal of Money Laundering Control*. <https://doi.org/10.1108/JMLC-06-2023-0102>

Yin, Z., Deng, R., Xia, J., & Zhao, L. (2024). Climate risk and corporate ESG performance: Evidence from China. *North American Journal of Economics and Finance*, 74.
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102245>

Zhang, J., Li, Y., Xu, H., & Ding, Y. (2023). Can ESG ratings mitigate managerial myopia? Evidence from Chinese listed companies. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102878. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102878>

Apêndice A: Dicionário de Palavras

2030; alfabetização; alfabetizada(s); alfabetizado(s); alfabetizando; alfabetizou; ambiente; ambiental; ambientalmente; ambientais; meio ambiente; cadeia de suprimento(s); cadeia de valor; carbono; clima; climática(s); climático(s); comunidade; diversidade; diverso; diversa; efeito estufa; extrema(s); extremo(s); fauna; flora; floresta(s); gases; hospital; inclusão; inclusiva(s); inclusivo(s); lixo; materialidade; natureza; natural; naturais; oceano; oportunidade(s); pobreza; poluição; preservação; preservada(o); preservando; preserva; reciclada(s); reciclado(s); reciclagem; reciclando; recicla; reciclam; reciclou; resíduo(s); resiliência; saúde; sustentabilidade; sustentável; sustentáveis; vegetação.

Apêndice B: Termos Adicionais Incluídos no Dicionário de Palavras, com Base no TCFD escopo (GEI); escopo 1; escopo 2; escopo 3; ESG; risco transitório ou transição; riscos físicos relacionados às mudanças climáticas; TCFD.

Apêndice C: Códigos das Ações das Empresas que Fizeram parte da Amostra

ABEV3; ASAI3; B3SA3; BBAS3; BBDC4; BBSE3; BEEF3; BHIA3; BPAC11; BRFS3; CCRO3; CIEL3; CMIG4; CPLE6; CSNA3; CYRE3; ELET3; EMBR3; EQTL3; GGBR4; HYPE3; ITSA4; ITUB4; KLBN11; LREN3; MGLU3; MRVE3; MULT3; NTCO3; PETR3; PETR4; PRIO3; RADL3; RENT3; RRRP3; SBSP3; SOMA3; SUZB3; TIMS3; TOTS3; UGPA3; VALE3; VBBR3; WEGE3; JBSS3; RDOR3; RAIL3; HAPV3.