FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)

Análise do cumprimento de critérios de governança corporativa por empresas ditas como Ambiental, Social e de Governança (ASG)

PEDRO KENJI ONOUYE MACHADO

BIANCA QUIRANTES CHECON

São Paulo – SP

2023

Análise do cumprimento de critérios de governança corporativa por empresas ditas como Ambiental, Social e de Governança

Resumo

Este artigo está vinculado ao campo de estudos sobre finanças, mais especificamente, no campo ESG. Os objetos de estudo são o índice de governança corporativa da Refinitiv Eikon, o *Governance Pillar Score*, o desempenho das empresas em métricas como rentabilidade patrimonial, retorno anual das ações e retorno sobre o ativo, além de estudar também o *Sustainable Accounting Standards Board* (SASB) e os níveis diferenciados de governança corporativa na B3. O objetivo do estudo é relacionar como métodos de divulgação ESG, como o SASB, níveis de governança corporativa na B3 e outras informações de caráter público, como o setor das empresas, impactam nas notas do índice *Governance Pillar Score*, da Refinivit Eikon, e no desempenho das empresas, por métricas como rentabilidade patrimonial e retorno anual das ações. Para isso, foram utilizadas regressões robustas e estatística descritiva. Os principais resultados demonstram que há indícios que a adoção de SASB pode influenciar positivamente na nota da Refinitiv Eikon. Entretanto, também foi encontrado que não há indícios que a adoção de melhores práticas de governança corporativa acarrete geração de valor para investidores ou empresa. Desse modo, o trabalho contribui para gerar *insights* para gestores que queiram adotar novas práticas de governança corporativa, além de expandir a área de estudos que relaciona desempenho de firma e governança corporativa.

Palavras-chaves: Finanças corporativas, ESG, Governança Corporativa, SASB, Métricas ESG.

SUMÁRIO

1. Introdução.....4

2. Teoria.....5

2.1. A falta de padronização na divulgação de informações ESG e a divergência entre índices ESG.....5

2.2. Governança corporativa e performance.....6

2.3. Desempenho de empresas ESG no mercado.....8

3. Metodologia.....8

3.1. Definição de abordagem.....8

3.2. Coleta e tratamento de dados.....9

3.3. Análise dos dados.....12

4. Resultados 13

4.1. Análise de estatística descritiva.....13

4.2. Resultado das Regressões Robustas.....15

4.2.1. Primeira Regressão (estimando o *Governance Pillar Score)* 15

4.2.2. Segunda Regressão (estimando o *ROE)* 18

4.2.3. Terceira Regressão (estimando o retorno anual das ações) 19

5. Discussão.....20

6. Conclusão.....21

7. Referências 22

8. Apêndice A – Tabela com as empresas do índice IBOVESPA do primeiro quadrimestre de 2023.....27

1. **Introdução**

Atualmente, ainda não há padronizações mandatórias a respeito da divulgação de informações ASG (Ambiental, Social e Governança), denominada futuramente neste texto como ESG (*Enviromental, Social and Governance*). No entanto, há iniciativas, como a da IFRS *(International Accounting Reporting Standards) Foundation,* em conjunto com o SASB *(Sustainable Accounting Standards Board*), para uniformizar as divulgações ESG no futuro, de modo a atingir um público mais extenso que vai além do mercado de capitais (Reset, 2022). Com a falta de padronização para a divulgação de resultados, diversos estudos já identificaram que há divergências na atribuição de notas em *rankings* ESG por parte de grandes firmas avaliadoras presentes no mercado, como em Berg, Kölbel e Rigobon (2022) e em Chatterji, Durand, Levine e Touboul (2015). Berg et al. (2022) também evidenciou que a além da divergência legítima em relação as notas atribuídas nos *rankings* para cada empresa, há uma diferença de interpretação das informações disponíveis, tanto internas quanto externas, por cada agência avaliadora, que impactam as notas finais divulgadas.

Dessa forma, quanto mais estudos a respeito das divergências e influências de como informações impactam os *rankings,* mais informações gestores terão a respeito sobre quais métricas ou padrões adotarem em suas empresas, de modo a otimizar os gastos com informações ESG e as notas nos principais *rankings,* visto que Black et al. (2014) observou que mudanças em governança corporativa acontecem de acordo com as preferencias de investidores.

Assim, o objetivo deste artigo é utilizar informações públicas de empresas que compõe o índice IBOVESPA do primeiro quadrimestre de 2023 para analisar sua governança corporativa, mais especificamente, avaliando as notas obtidas no *Govenance Pillar Score* da Refinitiv Eikon entre os anos de 2020 e 2022. Também se almejou estudar a relação entre o desempenho da empresa (Rentabilidade patrimonial e retorno anual das ações) e suas relações com os níveis e práticas de governança corporativa, além do seu nível de governança corporativa na B3.

Desse modo, estudou-se como as notas da Refinitiv Eikon no *Governance Pillar Score* se relacionam com outras práticas de governança corporativa, como o nível de governança na B3 e a adoção dos padrões SASB de divulgação, além de fatores como o setor da empresa. Já no desempenho, foi estudado se a rentabilidade patrimonial e o retorno anual

das ações são influenciados pela governança da empresa e por fatores como o setor da empresa. Além disso, uma análise de estatística descritiva complementar também foi feita para complementar as análises.

Os principais achados da pesquisa revelam que variáveis relacionadas ao nível de governança da B3 não se relacionam com métricas de desempenho, como *return on equity* e retorno anual das ações. Entretanto, demonstrou-se por meio de equações robustas que os níveis de governança B3 impactam o *Governance Pillar Score* da Refinitiv, de um modo que, ao invés de aumentar a nota, um nível maior de governança prejudica com menos intensidade a nota da Refinitiv, algo contraintuitivo. Não obstante, também se descobriu que a adoção do SASB não impacta diretamente, nem o índice de governança da Refinitiv, nem as métricas *return on equity* e retorno das ações.

Dessa forma, o estudo demonstrou que ainda é incerta a relação entre geração de riqueza para o investidor através de boas práticas de governança corporativa, mas esclarece como possivelmente melhorar a nota de governança corporativa de empresas que pertencem ao índice IBOVESPA na Refinitiv Eikon, caso investidores sintam a necessidade de tal mudança.

2. Teoria

2.1) A falta de padronização na divulgação de informações ESG e a divergência entre índices ESG

Atualmente, há a possibilidade de adotar diversos padrões para a divulgação de informações ESG. Iniciativas como a da *International Sustainability Standards* da IFRS *Foundation*, da *Value Reporting Foundation* (VRF) e da *Sustainability Accounting Reporting Board* (SASB) apresentam possíveis uniformizações para a divulgação de informações de caráter ESG. Por iniciativa da VRF, esses trabalhos devem ser compilados até junho de 2022, de modo a unificar as normas de reporte de informação ESG mundialmente (IFRS Foundation, 2021). Além disso, atualmente, os padrões disponibilizados pela *Global Reporting Standards* (GRI) são os mais utilizados entre as empresas (Reset, 2022), e por iniciativa da GRI com a *International Sustainability Standards Board* (ISSB), da IFRS, uma padronização de como as informações devem ser divulgadas para o mercado de capitais e para um público mais amplo também é almejada (Reset, 2022).

Dessa forma, esta falta de uniformização pode levar a uma discordância a respeito dos dados disponíveis por meio das agências avaliadoras, fato evidenciado por Berg, Kölbel e Rigobon (2022), que demonstraram que a diferença entre os *rankings* das grandes agências ia além da divergência legítima, ou seja, era além das diferenças ocasionadas pela atribuição de diferentes níveis de relevância para as categorias que formulam os índices.

Este fato foi evidenciado anteriormente por Chatterji, Durand, Levine e Touboul (2015), que demonstraram haver divergências entre índices ESG de grandes agências, como KLD, Asset4, Calvert, FTSE4Good, DSJI e Innovest. A pesquisa também demonstrou baixa correlação entre os índices e discordâncias na definição usada para CSR (*Corporate Social Responsibility*). Também foi concluído que a mensuração (pesos atribuídos) de certos aspectos de CSR para compor os índices variava entre as empresas, ou seja, há diferença nas relevâncias das categorias para a composição do índice, como também evidenciado por Berg et al. (2022).

Não obstante, Bert et al. (2022) identificaram as categorias que mais influenciavam nas divergências entre os indices, e foram elas Gestão de Risco Climático (*Climate Risk Mgmt.)*, Segurança do Produto (*Product Safety*), Governança Corporativa, (*Corporate Governance*), Corrupção (*Corruption*) entre outras. Outro importante fator encontrado por Berg et al. (2022) que contribui para as divergências é a presença de correlação positiva na avaliação entre categorias. Ou seja, ao avaliar uma categoria como positiva, a agência avaliadora é mais propensa a avaliar as demais categorias como positivas.

Dessa forma, evidencia-se que não somente a divergência legítima entre agências ocasione diferenças entre os índices, mas também fatores, tanto internos como externos. Isto é evidenciado pela alta correlação de como o avaliador atribui notas para outras categorias a partir de uma nota já atribuída, assim como a falta de uniformização dos padrões de informação ESG, que levam a discordâncias a respeito dos dados disponíveis. Conclui-se, assim, que os índices e as agências são enviesados, e devem rever suas análises constantemente.

2.2) **Governança corporativa e performance**

Dentre as várias definições de governança corporativa, é interessante observar que todas elas focam em como a gestão de uma organização deve se relacionar com *stakeholders*, ou seja, como uma organização se relaciona com o público interessado (Borges, & Serrão, 2005) . A exemplo da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), ela adota governança corporativa como um

> "(...) conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas." (CVM, 2002, p. 2).

Nos anos 2000, foi criada pela Bolsa de Valores de São Paulo (atualmente Bolsa, Brasil, Balcão – B3) três tipos de listagem de governança corporativa: o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado (Black et al.,2022). O Novo Mercado e o Nível 2 são, desde então, os padrões de governança corporativa mais elevados, diferenciando-se pouco uma da outra, somente em relação a emissões de ações preferenciais por empresas Nível 2. Atualmente, há seis segmentos de listagem, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e Básico (B3, 2023)

Desde 2010, o padrão IFRS (*International Financial Reporting Standards*) é mandatório no Brasil. Sampaio, Galluci, Silva e Schiozer (2020) observaram que essa adoção das normas internacionais, diminuiu a diferença de *valuation* preexistente entre firmas com baixo e elevados padrões de governança corporativa, melhorando assim, a transparência das firmas Nível 1, já que as firmas Nível 2 e Novo Mercado já utilizavam a IFRS. Não obstante, os autores também observaram que a adoção da IFRS aumentou relativamente a participação de capital estrangeiro e a liquidez das firmas de níveis mais baixos de governança corporativa.

No Brasil, ainda é incerto os benefícios da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa trazem para o acionista. Há indícios de que empresas com Níveis Diferenciadas de Governança Corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado tradicional, no entanto, apresentam pior EBIT e lucro líquido (Vilhena e Camargos, 2014). Entretanto, outros estudos demonstram que a adoção dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa não resultou na criação de riqueza para os acionistas, mas resultou no aumento da liquidez a longo prazo. Não obstante, também foi observado por Black et al. (2014) que mudanças na governança ocorrem de acordo com as preferências dos investidores e o que valorizam, visto que empresas do Novo Mercado e Nível 2 não adotaram elementos que não fossem do Novo Mercado em comparação ao índice criado pela pesquisa, o *Brazilian Corporate Governance Index* (BCGI).

Dessa forma, a B3 apresenta níveis de governança corporativa bem estruturados entre si. A criação do Novo Mercado, do Nível 2 e Nível 1 contribuiu positivamente para o mercado, visto

um maior aumento na transparência entre empresas e acionistas e maior aporte de capital estrangeiro nas empresas que os aderiram. Embora não haja consenso se há uma real geração de riqueza para os acionistas, há uma tendência de mercado na qual os acionistas influenciam a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas.

2.3) **Desempenho de empresas ESG no mercado**

De acordo com o Kenan Institute of Private Enterprise (2022), em cenários estruturados de percepção ESG (cenários em que o ESG já é uma prática de mercado, em outras palavras, já é uma pauta no mercado), investimentos ESG tendem a apresentar retornos maiores quando as preferências de investidores por empresas com bons índices estão crescendo, ou quando a parcela de investidores ESG está crescendo, ou quando benefícios inesperados do ESG são notados. No entanto, em contrapartida, quando o ESG já está consolidado no mercado, as empresas que o adotaram tendem a apresentar menores retornos esperados. O menor retorno esperado também foi constatado por Cornell (2020) em relação a empresas com altos índices ESG.

Em contrapartida, há indícios de que ações ESG apresentam menor volatidade, o que se traduz em menor risco (Kumar et al, 2016). Cornell (2020) também relata que empresas com altos índices ESG podem ser usados como proteção para os investimentos contra impactos climáticos ou mudanças inesperadas na regulação ambiental. Isso foi evidenciado pela Refinitiv (2020), a qual compara empresas que compõem o índice S&P 500 com os 10 maiores e os 10 menores índices, constatando que as perdas até maio de 2020 de empresas com as 10 maiores notas no índice Refinitiv (bom *score* ESG) obtiveram perdas de apenas dois terços das perdas de empresas com as piores notas.

Portanto, embora os investimentos ESG sejam benéficos para a sociedade por representarem uma atuação empresarial em temas ambientais, sociais e de governança, e em certos casos, podendo obter retornos maiores e maior proteção (menor risco e volatilidade), também há indícios que essas empresas apresentam um retorno esperado menor em alguns cenários específicos, quando a prática do ESG já está disseminada.

3. **Metodologia**

3.1) **Definição de abordagem**

A metodologia do trabalho segue uma estratégia quantitativa. O estudo se classifica como *archival*, ou estudo de arquivo, visto que se analisou dados secundários obtidos por meio de das plataformas Refinitiv Eikon e Economatica, além de relatórios anuais e relatórios de sustentabilidade nos sites de "Relação com Investidores (RI)" das empresas analisadas. Dados sobre o nível de governança corporativa das empresas também foram coletados de planilhas disponibilizadas no site da B3, além de dados sobre materialidade ESG, obtidos a partir do site do SASB.

3.2) **Coleta e tratamento de dados**

A carteira de ações que compõe do índice IBOVESPA do primeiro quadrimestre de 2023 foi obtida através do site da B3, na página "Índice BOVESPA", por meio de download de um arquivo através da aba "Composição de Carteira". Além disso, na aba "Segmento de Listagem", foram obtidos os dados a respeito do Setor e do nível de governança de cada empresa.

Os dados da Economatica foram obtidos por meio de *screening* das ações ativas negociadas pelo Bovespa. Após o *screening*, usou-se a função "Matrixx" para se obter dados anualizados em painel com efeitos fixos de empresa e tempo. As seguintes variáveis foram coletadas, ativo total, rentabilidade patrimonial (*ROE*, coletado em porcentagem), lucro líquido. Todas as variáveis foram coletadas de forma anualizada, de forma consolidada e em moeda original, quando aplicável, dos anos de 2020 a 2022.

O retorno anual de cada ação foi obtido pela função "HISTÓRICODEAÇÕES" do Excel, na qual obteve-se o preço de fechamento de cada ação no primeiro dia de negociação de cada ano até o preço de fechamento de cada ação no último dia de negociação de cada ano. Após isso, os dados foram transformados em retornos diários por meio de logaritmo e somados, de modo a obter-se o retorno anualizado. A fórmula a seguir representa esse procedimento:

$$Retorno\ anualizado_j = \sum_{k=1}^{N} \ln\left(\frac{p_{k+1}}{p_k}\right),$$

Sendo *N* o último dia de negociação da ação no ano *j* e *k* o primeiro dia de negociação da ação no ano *j*.

Na Refinitiv Eikon, foram coletados os dados a respeito do índice "Governance Pillar Score" para as empresas que compõe o IBOVESPA. Já no site do SASB, foram coletadas informações a respeito da relevância da governança corporativa em cada indústria definida pelo SASB. Dessa forma, pesquisou-se na aba de materialidade do *site* o *ticker* de cada ação com o intuito de descobrir se governança corporativa era relevante para o setor ou não. Como complemento, pesquisou-se no site de relação com o investidor de cada empresa do índice

IBOVESPA se ela adotava SASB ou não em seus relatórios anuais ou relatórios ESG para os anos de 2020 a 2022.

Dessa forma, os dados foram compilados em uma planilha com dados em painel com efeitos fixos de empresa e tempo, de modo a possibilitar a análise estatística. Na Tabela 1 abaixo, apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo.:

Tabela 1 - lista de variáveis do estudo

Nº	***Variável***	***Descrição***
1	Ativo	*Ticker* da empresa do índice IBOVESPA.
2	d2021	Variável binária que indica se os dados da linha da planilha correspondem a 2021. Responsável por captar a influência do período de coleta na regressão robusta.
3	d2022	Variável binária que indica se os dados da linha da planilha correspondem a 2022. Responsável por captar a influência do período de coleta na regressão robusta.
4	N1	Variável binária que indica se a empresa faz parte do nível N1 de governança corporativa da B3.
5	N2	Variável binária que indica se a empresa faz parte do nível N2 de governança corporativa da B3.
6	NM	Variável binária que indica se a empresa faz parte do nível NM de governança corporativa da B3.
7	GC_relevantebin	Variável binária que indica se o SASB considera governança corporativa como importante para a divulgação ESG, de acordo com o setor atribuído pelo SASB à empresa1.
8	PGB	Variável binária que indica se a empresa faz parte do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Variável responsável por captar a influência do setor na regressão robusta.
9	FIN	Variável binária que indica se a empresa faz parte do setor Financeiro. Variável responsável por captar a influência do setor na regressão robusta.

1 Quando o setor do SASB não correspondia ao setor da empresa, ou seja, estava errado dentro do site, utilizou-se o setor da B3 como referência para se obter o setor do SASB mais semelhante e atribuir a nota.

10	UP	Variável binária que indica se a empresa faz parte do setor de Utilidade Pública. Variável responsável por captar a influência do setor na regressão robusta.
11	CNC	Variável binária que indica se a empresa faz parte do setor de Consumo não Cíclico. Variável responsável por captar a influência do setor na regressão robusta.
12	MB	Variável binária que indica se a empresa faz parte do setor de Materiais Básicos. Variável responsável por captar a influência do setor na regressão robusta.
13	ROA	Variável que representa o Lucro Líquido do ano *j* dividido pelos Ativos Totais da empresa no ano *j*. Variável Responsável por captar tanto o tamanho quanto a lucratividade da empresa no ano *j*.
14	ROE	Variável que rentabilidade patrimonial da empresa em porcentagem no ano *j*. Variável responsável por demonstrar o desempenho da empresa.
15	Retorno_acoes_pct	Variável que indica o retorno anual da ação da empresa no ano *j*. Variável responsável por demonstrar o desempenho da empresa.
16	Adota_SASB	Variável binária que indica se a empresa adotou SASB em suas divulgações ESG no ano *j*.
17	GC_score	Variável que representa o "*Governance Pillar Score"* da Refinitiv Eikon para a empresa no ano *j*, variando de 0 a 100, sendo 100 a nota mais alta no índice da Refinitiv.

Fonte: autoria própria.

Assim, para o intercepto das regressões robustas, estão presentes, tanto o ano de 2020 quanto os demais setores das empresas na B3, sendo eles, Bens Industriais, Tecnologia da Informação, Comunicações, Consumo Cíclico e Saúde.[2] O intercepto ainda apresenta as

[2] Visto que o SASB e a B3 apresentam divergências na classificação de empresas por setor, ou seja, nem sempre uma empresa de um setor específico na B3 será classificada dessa forma no SASB, os setores de Petróleo, Gás

empresas que estão no nível Tradicional da B3 – ou seja, que não adotam N1, N2 ou NM como nível de governança.

3.3) **Análise dos dados**

Para a análise dos dados, foi utilizado o software RStudio, tanto para estatística descritiva, quanto para a realização das regressões robustas. A análise por meio de regressão robusta foi feita através da biblioteca ou *library* "*robustbase*", por meio do comando "*lmrob()*". A utilização da regressão robusta foi feita devido a possíveis violações de homoscedasticidade ou presença de *outliers* na base de dados, a fim de evitar a influência desses fatores nos resultados da regressão final. A função "*lmrob()*" usa uma função de pontuação redescendente biquadrada e retorna um estimador altamente robusto (RDRR, 2023). Já para a estatística descritiva, foram utilizadas métricas como média, mediana, desvio padrão, valor máximo e valor mínimo.

Para estatística descritiva, foram feitas análises por tabelas com grupos específicos, sendo eles, as empresas que compõe o segmento NM da B3, as empresas que compõe o segmento N2 da B3, as empresas que compõe o segmento N1 da B3, as empresas que adotam SASB em suas divulgações ESG e as empresas que não adotam SASB em suas divulgações ESG.

Dessa forma, foram rodadas três equações robustas, a primeira para relacionar o *Governance Pillar Score* da Refinitiv Eikon (variável "GC_score") com as demais variáveis, a segunda relacionando a rentabilidade patrimonial da empresa (variável "ROE") com as demais variáveis e a terceira relacionando o retorno anual das ações (variável "Retorno_acoes_pct") com as demais variáveis. As seguintes equações representam as regressões feitas:

Equação 1 - Regressão com "GC_score" como variável dependente

e Biocombustíveis, Financeiro, Utilidade Pública, Consumo não Cíclico e Materiais Básicos são os cinco setores que mais aparecem empresas que estão inseridas em setores em que o SASB considera que governança corporativa é importante nas divulgações ESG.

$$GC_score = \beta_0 + \beta_1(N1) + \beta_2(\mathrm{N2}) + \beta_3(NM) + \beta_4(Adota_SASB) + \beta_5(NM * Adota_SASB)^3 + \beta_6(GC_relevantebin) + \beta_7(d2021) + \beta_8(d2022) + \beta_9(PGB) + \beta_{10}(FIN) + \beta_{11}(CNC) + \beta_{12}(MB)$$

Equação 2 - Segunda regressão robusta "ROE" como variável dependente

$$ROE = \beta_0 + \beta_1(N1) + \beta_2(N2) + \beta_3(NM) + \beta_4(Adota_SASB) + \beta_5(NM * Adota_SASB)^4 + \beta_6(GC_relevantebin) + \beta_7(d2021) + \beta_8(d2022) + \beta_9(PGB) + \beta_{10}(FIN) + \beta_{11}(CNC) + \beta_{12}(MB)$$

Equação 3 - Regressão com "Retorno_acoes_pct" como variável dependente

$$Retorno_acoes_pct = \beta_0 + \beta_1(N1) + \beta_2(\mathrm{N2}) + \beta_3(NM) + \beta_4(Adota_SASB) + \beta_5(NM * Adota_SASB)^5 + \beta_6(GC_relevantebin) + \beta_7(d2021) + \beta_8(d2022) + \beta_9(PGB) + \beta_{10}(FIN) + \beta_{11}(CNC) + \beta_{12}(MB)$$

4. Resultados

4.1) Análise de estatística descritiva

Tabela 2 – Estatísticas descritiva considerando a amostra total

	ROA	*ROE(%)*	*Retorno_acoes_pct*	*Adota_SASB*	*N1*	*N2*	*NM*	*GC_score*
Média	0,04	4,53	-0,12	0,59	0,17	0,14	0,65	53,82
Mediana	0,04	12,80	-0,11	-	-	-	-	59,99
Desvio padrão	0,12	145,64	0,41	-	-	-	-	26,52
Mínimo	-0,69	-2.127,61	-1,24	-	-	-	-	0,00
Máximo	1,07	225,05	1,36	-	-	-	-	95,29
Contagem	262	255	260	247	264	264	264	261

Fonte: autoria própria.

3 Esta variável foi inserida para diferenciar as empresas que adotam SASB e fazem parte do Novo Mercado concomitantemente do resto das observações, para se saber se há algum tipo de benefício relacionado a adoção dos dois parâmetros.

4 Esta variável foi inserida para diferenciar as empresas que adotam SASB e fazem parte do Novo Mercado concomitantemente do resto das observações, para se saber se há algum tipo de benefício relacionado a adoção dos dois parâmetros.

5 Esta variável foi inserida para diferenciar as empresas que adotam SASB e fazem parte do Novo Mercado concomitantemente do resto das observações, para se saber se há algum tipo de benefício relacionado a adoção dos dois parâmetros.

A tabela 2 demonstra que cerca de 59% das empresas da amostra adotam SASB em suas divulgações. Ela demonstra também que, para toda a amostra, a média para o "GC_score" é de 53,82, o que é baixo para uma escala de 0 a 100. Também é possível notar que, embora a média do "*ROA*" e do "*ROE*" tenham sido positivas, a média do "Retorno_acoes_pct" foi negativo. Esse fato provavelmente foi causado pelo ano de 2020, no qual ocorreu a pandemia, no qual as empresas, mesmo que com métricas de desempenho positivas, tiveram retornos negativos em suas ações.

Tabela 3 – Estatística descritiva considerando apenas empresas que adotam o SASB

	ROA	*ROE(%)*	*Retorno_acoes_pct*	*Adota_SASB*	*N1*	*N2*	*NM*	*GC_score*
Média	0,03	3,01	-0,13	-	0,17	0,15	0,63	58,66
Mediana	0,03	13,53	-0,14	-	-	-	-	64,16
Desvio padrão	0,11	175,93	0,38	-	-	-	-	25,63
Mínimo	-0,69	-2.127,61	-1,12	-	-	-	-	0,00
Máximo	0,24	225,05	1,36	-	-	-	-	95,29
Contagem	161	154	160	145	162	162	162	159

Fonte: autoria própria.

A tabela 3 demonstra que empresas que adotam o SASB apresentam média das notas no *Governance Pillar Score* maiores que as empresas que não adotam SASB, e maiores também do que a média total da amostra. Dessa forma, há indícios que adotar o SASB nas divulgações ESG impulsiona a nota no índice de governança da Refinitiv.

Tabela 4 – Estatística descritiva considerando apenas empresas que não adotam o SASB

	ROA	*ROE(%)*	*Retorno_acoes_pct*	*Adota_SASB*	*N1*	*N2*	*NM*	*GC_score*
Média	0,07	6,83	-0,11	-	0,18	0,11	0,68	46,27
Mediana	0,04	11,20	-0,07	-	-	-	-	48,35
Desvio padrão	0,13	80,69	0,46	-	-	-	-	26,23
Mínimo	-0,19	-754,68	-1,24	-	-	-	-	0,00
Máximo	1,07	110,35	1,32	-	-	-	-	92,58
Contagem	101	101	100	102	102	102	102	102

Fonte: autoria própria.

A tabela 4 demonstra que as empresas que não adotam o SASB apresentam, em média, um *score* na Refinitiv menor do que as empresas que adotam SASB. Entretanto, as empresas que não adotam SASB apresentaram um ROA maior em média, o que corrobora para a tese na qual a práticas de governança corporativa talvez não gerem retornos maiores para os acionistas.

Tabela 5 – Empresas nível NM na B3

	ROA	*ROE(%)*	*Retorno_acoes_pct*	*Adota_SASB*	*N1*	*N2*	*NM*	*GC_score*
Média	0,04	-3,69	-0,13	0,56	-	-	1,00	53,43
Mediana	0,04	11,24	-0,12	1,00	-	-	-	60,88
Desvio padrão	0,07	177,32	0,45	0,50	-	-	-	28,50
Mínimo	-0,23	-2.127,61	-1,24	0,00	-	-	-	0,00
Máximo	0,37	128,93	1,36	1,00	-	-	-	94,88
Contagem	169	169	170	157	-	-	171	171

Fonte: autoria própria.

Tabela 6 – Empresas nível N2 na B3

	ROA	*ROE(%)*	*Retorno_acoes_pct*	*Adota_SASB*	*N1*	*N2*	*NM*	*GC_score*
Média	0,01	20,92	-0,15	0,69	-	1,00	-	49,73
Mediana	0,04	20,42	-0,12	1,00	-	-	-	51,53
Desvio padrão	0,19	20,53	0,28	0,47	-	-	-	22,99
Mínimo	-0,69	-54,50	-0,84	0,00	-	-	-	0,00
Máximo	0,24	51,87	0,34	1,00	-	-	-	82,85
Contagem	36	30	34	35	-	36	-	33

Fonte: autoria própria.

Tabela 7 – Empresas nível N1 na B3

	ROA	*ROE(%)*	*Retorno_acoes_pct*	*Adota_SASB*	*N1*	*N2*	*NM*	*GC_score*
Média	0,08	20,94	-0,08	0,58	1,00	-	-	53,99
Mediana	0,03	12,68	-0,04	1,00	-	-	-	57,60
Desvio padrão	0,17	36,23	0,35	0,50	-	-	-	20,84
Mínimo	-0,08	-13,43	-0,90	0,00	-	-	-	0,00
Máximo	1,07	225,05	0,89	1,00	-	-	-	87,86
Contagem	45	44	44	43	45	-	-	45

Fonte: autoria própria.

Comparando as tabelas 5, 6 e 7, é possível notar que, quanto maior o nível de governança na B3, maior é a mediana do valor de "GC_score", o que indica que existe uma relação entre governança corporativa na B3 e desempenho no índice da Refinitiv. Todavia, a média das notas ainda é baixa, sendo a média das notas das empresas N1 maiores que das empresas NM, e das empresas NM maiores que das empresas N2. Em termos de desempenho, as empresas do segmento N1, na média, performaram melhor nas variáveis "*ROA*", "*ROE*" e "Retorno_acoes"pct" do que empresas do segemento N2 e NM.

4.2) **Resultado das Regressões Robustas**

4.2.1) **Primeira Regressão (estimando o *Governance Pillar Score)***

A primeira regressão, resultado da Equação 1, apresenta um R-quadrado múltiplo de 0,2185, o que indica que em aproximadamente 21,85% dos casos as variáveis da equação preveem o índice de governança da Refinitiv, o *Governance Pillar Score (GC_score)*. Os resultados da regressão estão na tabela e equação a seguir, respectivamente:

Tabela 8 - Resultado da primeira regressão robusta

Variáveis	***Coeficientes***	***Erro padrão***	***t-valor***	***P-valor***
(Intercept)	56,39	6,82	8,27	0,00
N1	-20,55	5,71	-3,60	0,00
N2	-27,21	6,68	-4,07	0,00
NM	-14,51	6,89	-2,10	0,04
Adota_SASB	7,47	4,92	1,52	0,13
GC_relevantebin	7,88	4,27	1,85	0,07
ROA	-35,07	11,49	-3,05	0,00
d2021	2,08	4,38	0,47	0,64
d2022	5,20	3,93	1,32	0,19
PGB	14,18	8,45	1,68	0,09
FIN	6,22	4,92	1,27	0,21
UP	12,06	4,45	2,71	0,01
CNC	-4,58	8,11	-0,57	0,57
MB	15,77	4,83	3,27	0,00
NM*Adota_SASB	5,94	6,70	0,89	0,38

Fonte: autoria própria.

Na tabela 8, é possível notar que apenas as variáveis “N1”,” N2”,” NM”,” ROA”, “UP” e “MB” apresentam significância estatística com p-valores menores que 5%, tendo significativa associação com a variável, o que também foi evidenciado pelas tabelas 5, 6 e 7. As outras variáveis “Adota_SASB”, “GC_relevantebin”, “d2021”, “d2022”, “PGB”, “FIN”, “CNC” e “NM*Adota_SASB’, não apresentaram significância estatística. A tabela 3 e 4 evidenciaram que a média do “GC_score” é mais alta para empresas que adotam SASB, embora o p-valor da variável “Adota_SASB” da tabela 8 seja estatisticamente irrelevante.

Além disso, entre as variáveis com p-valor maior que 5%, é possível notar na Tabela 1 que, apresentar os níveis N1, N2 e NM, diminuem o resultado do “GC_score”, ou seja, apresentar níveis diferenciados de governança corporativa na B3, ao invés de aumentar a nota

do *Governance Pillar Score* da Refinitiv, ele diminui sua nota, o que é contraintuitivo. No entanto, ao melhorar o nível de governança na B3, menos a nota no *Governance Pillar Score* é prejudicada, ou seja, que adotar níveis diferenciados de governança corporativa na B3 ajuda a não diminuir o *score* de governança na Refinitiv que, de certa forma, ainda se demonstra como positivo, mesmo que de maneira contraintuitiva. Todavia, um resultado contraintuitivo da tabela 8, em contraste as tabelas 5, 6 e 7, é que a média das notas "GC_score" das empresas N1 ficaram mais altas que das empresas NM e N2, respectivamente, o que não se evidencia na tabela 8, visto que as empresas NM deveria ter as maiores notas, seguidas das empresas N2 e das empresas N1.

Outro indicativo contraintuitivo foi o "*ROA*", visto que seu coeficiente aparece como negativo, o que indica que empresas que não apresentaram lucro no período de 2020 a 2023 performaram melhor no índice de governança da Refinitiv, visto que, quando há prejuízo no ano, o valor do "*ROA*" se torna negativo, tornando o coeficiente positivo na composição da nota do *score* de governança.

Em termos de setor de empresa, os únicos setores que demonstraram ser relevantes para a composição do *Governance Pillar Score* foram o "UP" (Utilidade Pública) e "MB" (Materiais Básicos), com coeficientes positivos, o que indica que as empresas desses setores impulsionam notas mais altas no índice de governança da Refinitiv.

Já nas variáveis com p-valores maiores que 5%, ou seja, sem significância estatística, a variável "Adota_SASB" mostrou-se relevante, visto que seu coeficiente positivo aumenta a nota do "GC_score". A variável "GC_relevantebin" também se mostrou positiva para o "GC_score", visto o coeficiente positivo, assim como a variável "NM*Adota_SASB". No entanto, essa variável sofre grande influência das variáveis "NM" e "Adota_SASB", o que indica que, ao invés da variável "NM*Adota_SASB" influenciar positivamente a nota em governança, ela apenas neutraliza o efeito negativo das variáveis "NM" e "Adota_SASB" no *score* final da Refinitiv.

As variáveis que captam a influência do tempo, "d2021" e "d2022", demonstram que com o passar dos anos, desde 2020, as notas de governança atribuídas as empresas melhoraram. Já as variáveis de setor, como "FIN" e "PGB" demonstram que empresas nos setores Financeiro e de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, impulsionam as notas de governança da Refinitiv, visto que apresentam coeficiente positivo. Já no setor de Consumo não Cíclico ("CNC"), o coeficiente é negativo, o que indica que empresas desse setor são menos transparentes que a dos outros setores.

4.2.2) **Segunda Regressão (estimando o *ROE)***

A segunda regressão, resultado da equação 2, apresenta um R-quadrado múltiplo de 0,3207, o que indica que em aproximadamente 32,07% da variação observada do ROE é explicada pelas variáveis independentes. Os resultados da Equação 2 estão na Tabela 2 abaixo.

Tabela 9 - Resultado da segunda regressão robusta

Variáveis	***Coeficientes***	***Erro padrão***	***t-valor***	***P-valor***
(Intercept)	0,08	0,04	2,18	0,03
N1	-0,06	0,03	-1,92	0,06
N2	0,02	0,04	0,54	0,59
NM	-0,03	0,03	-0,80	0,42
Adota_SASB	-0,02	0,03	-0,61	0,54
GC_relevantebin	0,03	0,02	1,45	0,15
d2021	0,05	0,02	2,83	0,01
d2022	-0,01	0,02	-0,31	0,76
PGB	0,03	0,04	0,86	0,39
FIN	0,05	0,02	2,22	0,03
UP	0,08	0,02	3,36	0,00
CNC	0,05	0,03	1,68	0,09
MB	0,24	0,07	3,27	0,00
NM*Adota_SASB	0,02	0,04	0,64	0,53

Fonte: autoria própria.

Na tabela 9, as únicas variáveis que apresentam p-valor maior que 5% são “d2021”, “FIN”, “UP” e “MB”. Dessa forma, todas as variáveis relacionadas a governança corporativa (“N1”, “N2”,” NM”, “Adota_SASB”, “GC_relevantebin” e NM*Adota_SASB) apresentaram p-valores maiores que 5%, o que indica que não são estatisticamente relevantes para explicar a rentabilidade patrimonial de uma empresa.

Ainda, percebe-se que “N1”, “NM”, “Adota_SASB” e “GC_relevantebin” apresentam coeficientes negativos, ou seja, contribuem negativamente para o *score* de governança corporativa. “N2” aparece com um coeficiente positivo, o que indica que apresentar nível 2 de governança corporativa na B3 impulsiona positivamente o *ROE* da empresa. “NM*Adota_SASB” também aparece com um coeficiente positivo, todavia, é uma variável que neutraliza os efeitos negativos no *ROE* das variáveis “NM” e “Adota_SASB”

Dessa forma, variáveis relacionadas a governança corporativa se demonstraram menos significantes estatisticamente do que variáveis relacionadas ao tempo e ao setor de cada empresa.

4.2.3) **Terceira Regressão (estimando o retorno anual das ações)**

A terceira regressão, resultado da equação 3, apresenta um R-quadrado múltiplo de 0,1562 e um R-quadrado ajustado de 0,1083, o que indica que em aproximadamente 10,83% dos casos as variáveis da equação preveem o retorno das ações anualmente (Retorno_acoes_pct). Os resultados da regressão estão nas seguintes tabela e equação, respectivamente:

Tabela 10 - Resultado da segunda regressão robusta

Variáveis	***Coeficientes***	***Erro padrão***	***t-valor***	***P-valor***
(Intercept)	-0,07	0,12	-0,56	0,58
N1	-0,01	0,11	-0,12	0,90
N2	-0,11	0,10	-1,07	0,29
NM	-0,07	0,11	-0,69	0,49
Adota_SASB	-0,06	0,07	-0,88	0,38
GC_relevantebin	-0,02	0,07	-0,32	0,75
d2021	-0,16	0,05	-3,20	0,00
d2022	-0,17	0,07	-2,32	0,02
PGB	0,27	0,10	2,80	0,01
FIN	0,09	0,08	1,12	0,26
UP	0,27	0,06	4,39	0,00
CNC	0,18	0,10	1,72	0,09
MB	0,22	0,10	2,34	0,02
NM*Adota_SASB	0,11	0,10	1,06	0,29

Fonte: autoria própria.

De acordo com a tabela 10, as únicas variáveis que apresentaram p-valor maior que 5%, são “d2021”, “d2022”, “PGB”, “UP” e “MB”, ou seja, que são significantes para prever o retorno das ações. No entanto, nenhuma variável relacionada a governança corporativa (“N1”, “N2”,” NM”, “Adota_SASB”, “GC_relevantebin” e “NM*Adota_SASB”) demonstrou ser relevante para prever retorno das ações no ano.

As variáveis “N1”, “N2”,” NM”, “Adota_SASB”, “GC_relevantebin”, mesmo que menos relevantes estatisticamente, apresentam coeficientes negativos, o que indica que adotar

bons níveis de governança pode prejudicar o retorno das ações. Já a variável "NM*Adota_SASB" apresenta um efeito neutralizante (coeficiente positivo) novamente, visto que neutraliza o efeito negativos das variáveis "NM" e "Adota_SASB". Dessa forma, a governança corporativa não impacta significativamente o retorno das ações de uma empresa, estatisticamente falando, e, neste caso, a equação 6 demonstra que variáveis relacionadas ao tempo e ao setor da empresa são estatisticamente mais importantes para o retorno anual das ações.

Em termos de desempenho das empresas, evidencia-se que empresas que adotaram SASB tiveram maiores perdas anuais nos retornos de suas ações ("Retorno_acoes_pct"), fato evidenciado também pela tabela 3, embora a variável "Adota_SASB" não tenha6 significância estatística na tabela 10.

5. Discussão

As variáveis de governança "N1", "N2 e "NM" só apresentaram significância estatística na tabela 8, não se relacionando, estatisticamente, com o desempenho das empresas, fato que corrobora para a tese de que não há consenso sobre a real geração de riqueza ao acionista ao adotar níveis diferenciados de governança corporativa. Entretanto, adotar SASB nas divulgações ESG aparenta beneficiar a nota do *Governance Pillar Score* da Refinitiv nas análises de estatística descritiva, fato que converge com os achados da equação 4, mesmo que a variável "Adota_SASB" não tenha apresentado significância estatística a 5%. Desse modo, é evidente que as métricas avaliadas pela Refinitiv para compor o índice não se satisfazem apenas com as divulgações exigidas pelo SASB.

Esse fato já evidenciado por Berg et al. (2022) e Chatterji et al. (2015), na qual índices de governança podem divergir entre si, devido à falta de padronização nas divulgações corporativas relacionadas ao ESG, podendo impactar, assim, as notas finais nos índices ESG. Assim, mesmo a empresa adotando o SASB, sua nota de governança no índice Refinitiv pode não ser alta, visto que a Refinitiv pode não considerar como relevante o que foi exigido pelo SASB para divulgação a respeito da governança corporativa.

As notas da Refinitiv aparentam ser influenciadas pelo nível de governança da B3 nas tabelas 5, 6 e 7, com o nível N1 apresentando uma média maior que os níveis NM e N2. Entretanto, a mediana do nível NM é maior que a mediana do nível N1 e do nível N2, fato que converge com os achados da tabela 8.

Em termos de desempenho, a média do desempenho em "*ROE*" e "Retorno_acoes_pct" foi maior nas empresas N1, seguido, respectivamente, dos segmentos N2 e NM, o que indica que as empresas do segmento N1 performaram melhor do que as dos demais segmentos, com média de perdas menores nos retornos anuais das ações e *ROE* maiores, fatos evidenciados nas tabelas 9 e 10. Todavia, isso vai contra ao que foi descrito pelo Kenan Institute of Private Enterprise (2022), na qual as empresas do segmento NM deveriam ter performado melhor do que as do segmento N1 e N2, devido ao melhor segmento de governança na B3 e melhor média no índice *Governance Pillar Score.* Além disso, a equação 4 ainda apresenta um fato estranho, no qual as variáveis "NM", "N2" e "N1", ao invés de influenciar positivamente as notas, com coeficientes positivos, elas o diminuem, indicando que, quanto melhor o nível de governança na B3, "menos pior" seria a nota na Refinitiv Eikon.

Para concluir, as variáveis de governança corporativa ("N1", "N2"," NM", "Adota_SASB", "GC_relevantebin" e "NM:Adota_SASB") não apresentam significância estatística para prever o desempenho das empresas ("*ROE" e" Retorno*_acoes_pct"), entretanto, há indícios que adotar SASB pode indicar uma melhor nota nos índices da Refinitiv, como evidenciado pelas tabelas 3 e 4, mas não comprovado estatisticamente pela tabela 8, com relevância de 5%. Além disso, as tabelas 9 e 10 também demonstraram que variáveis relacionadas aos setores das empresas e variáveis relacionadas ao ano de coleta das métricas de desempenho são estatisticamente mais relevantes na predição de desempenho de uma empresa.

6. **Conclusão**

O objetivo principal deste trabalho era analisar como informações de caráter público relacionadas a adoção de parâmetros de governança corporativa na B3, adoção de padrões extras de divulgação ESG, neste caso o SASB, e métricas de desempenho, impactavam a nota obtida no índice de governança corporativa da Refinitiv Eikon. Não obstante, o estudo também buscou evidenciar relações entre governança corporativa e desempenho das empresas.

Assim, este estudo demonstrou que as variáveis de governança não impactam, estatisticamente falando, o desempenho das empresas. Todavia, ele demonstrou que adotar SASB e adotar níveis maiores de governança corporativa na B3 influenciam positivamente o *score* obtido na Refinitiv Eikon, embora os coeficientes da tabela 8 demonstrem que apenas os níveis de governança da B3 influenciem a nota, estatisticamente falando. Dessa forma, o estudo demonstra que ainda não é certa a relação entre geração de riqueza para o investidor e boas práticas de governança corporativa, mas deixa mais claro para gestores algumas formas de

melhorar a nota de governança corporativa de suas empresas na Refinitiv Eikon, caso investidores sintam a necessidade de tal mudança, assim como evidenciado por Black et al. (2014), na qual mudanças na governança corporativa ocorrem de acordo com a preferência de investidores.

Entretanto, o trabalho se limita a apenas empresas do índice IBOVESPA do primeiro quadrimestre de 2023, e apresenta apenas amostras dos anos de 2020 a 2022, sendo que os anos de 2020 e 2021 sofreram grande influência da pandemia, um fator que impactou negativamente a maioria das empresas no Brasil. Além disso, o estudo foca apenas em empresas brasileiras, podendo os resultados obtidos não serem válidos para empresas de outros países.

Como sugestão, pode-se realizar novos estudos a respeito da percepção do cenário ESG, como descrito pelo Kenan Institute of Private Enterprise (2022), para se entender melhor a relação entre geração de valor e governança corporativa no Brasil. Além disso, pode-se realizar o mesmo estudo que este artigo com uma amostra de anos maiores, de modo a se obter resultados com menos influência da pandemia, um evento fora do comum que impactou diretamente o desempenho das empresas em 2020 e 2021. Por fim, também há a possibilidade de se realizar estudos a respeito da relação entre SASB e Refinitiv, de modo a encontrar uma relação mais profunda de como o índice *Governance Pillar Score* se relaciona com o SASB, e como um pode se beneficiar do outro.

7. **Referências**

Black, B. S.; De Carvalho, A. G.; Sampaio, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. Emerging markets review, v. 20, p. 176–195, 2014.

Borges, Luiz Ferreira Xavier; Serrão, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n.24 , p. [111]-148, dez. 2005.

Borovkova, S.; Wu, Y. How do ESG scores relate to financial returns? Disponível em: <https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/how-do-esg-scores-relate-to-financial-returns/>. Acesso em: 27 fev. 2023.

Brown, G.; Cohen, G.; Pastor, L. Does ESG investing generate higher returns? Disponível em: <https://kenaninstitute.unc.edu/kenan-insight/does-esg-investing-generate-higher-returns/>. Acesso em: 27 fev. 2023.

Caixe, D. F.; Krauter, E. The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. Brazilian Business Review, Vitória, v. 11, n. 1, p. 90-110, jan./mar. 2014.

Chatterji, A. K. et al. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers: Do Ratings of Firms Converge? Strategic management journal, v. 37, n. 8, p. 1597–1614, 2016.

Christensen, D. M.; Serafeim, G.; Sikochi, A. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. The accounting review, v. 97, n. 1, p. 147–175, 2022.

Christensen, H. B.; Hail, L.; Leuz, C. Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. Review of accounting studies, v. 26, n. 3, p. 1176–1248, 2021.

Cornell, B. ESG preferences, risk and return. European financial management, v. 27, n. 1, p. 12–19, 2021.

CVM (2002). (RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2023.

De Carvalho, A. G.; Dal'Bó, F.; Sampaio, J. Determinants of corporate governance practices in Brazil. Emerging markets review, v. 48, n. 100771, p. 100771, 2021.

De, J. RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 27 fev. 2023.

Khan, M.; Serafeim, G.; Yoon, A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. The accounting review, v. 91, n. 6, p. 1697–1724, 2016.

Martins, O. S.; Paulo, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. Revista Contabilidade & Finanças, v. 25, n. 64, p. 33–45, 2014.

Melo, R. S.; Batista, P. C. S.; Macedo, A. C. M.; Costa, R. B. L. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. REGE−Revista de Gestão, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 79- 92, jan./mar. 2013.

Paredes, T. A. Blinded by the light: Information overload and its consequences for securities regulation. SSRN Electronic Journal, 2003.

Raghunandan, A.; Rajgopal, S. Do the socially responsible walk the talk? SSRN Electronic Journal, 2020.

Rdrr. lmrob: MM-type Estimators for Linear Regression in robustbase: Basic Robust Statistics. Disponível em: <https://rdrr.io/rforge/robustbase/man/lmrob.html>. Acesso em: 20 jul. 2023.

Sampaio, J. et al. ADOÇÃO OBRIGATÓRIA DE IFRS, GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DA FIRMA. RAE, v. 60, n. 4, p. 284–298, 2020.

SASB.Disponível em: <https://sasb.org/>. Acesso em: 01 jun. 2023.

Segmentos de listagem. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 27 fev. 2023.

Verrecchia, R. E. Discretionary disclosure. Journal of accounting and economics, v. 5, p. 179–194, 1983.

Vilhena, F. A. C. De; Camargos, M. A. GOVERNANÇA CORPORATIVA, CRIAÇÃO DE VALOR E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO COM DADOS EM PAINEL, 2005-2011. Revista de Gestão, v. 22, n. 1, p. 77–96, 2015.

Viri, N. Os padrões de reporte ESG, enfim, começam a convergir, 2022. Disponível em: <https://www.capitalreset.com/os-padroes-de-reporte-esg-enfim-comecam-a-convergir/>. Acesso em: 27 fev. 2023.

VRF. Disponível em: <https://www.valuereportingfoundation.org/about/>. Acesso em: 27 fev. 2023.

Wooldridge, J. M. Econometric analysis of cross section and panel data. 2. ed. Londres, England: MIT Press, 2010.

Apêndice A – Tabela com as empresas do índice IBOVESPA do primeiro quadrimestre de 2023, e respectivos sites de RI.

IBOV - Carteira do Dia 27/02/23			
Código	Ação	Setor	Site de RI
RRRP3	3R PETROLEUM	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	https://ri.3rpetroleum.com.br/
ALSO3	ALIANSCSONAE	Financeiro	https://ri.alianscesonae.com.br/
ALPA4	ALPARGATAS	Consumo Cíclico	https://ri.alpargatas.com.br/
ABEV3	AMBEV S/A	Consumo não Cíclico	https://ri.ambev.com.br/
ARZZ3	AREZZO CO	Consumo Cíclico	https://ri.arezzoco.com.br/
ASAI3	ASSAI	Consumo não Cíclico	https://ri.assai.com.br/
AZUL4	AZUL	Bens Industriais	https://ri.voeazul.com.br/
B3SA3	B3	Financeiro	https://ri.b3.com.br/pt-br/
BPAN4	BANCO PAN	Financeiro	https://ri.bancopan.com.br/
BBSE3	BBSEGURIDADE	Financeiro	https://www.bbseguridaderi.com.br/
BBDC3	BRADESCO	Financeiro	https://www.bradescori.com.br/
BBDC4	BRADESCO	Financeiro	https://www.bradescori.com.br/
BRAP4	BRADESPAR	Materiais Básicos	https://www.bradespar.com.br/SiteBradespar/Inicio
BBAS3	BRASIL	Financeiro	https://ri.bb.com.br/
BRKM5	BRASKEM	Materiais Básicos	https://www.braskem-ri.com.br/
BRFS3	BRF SA	Consumo não Cíclico	https://ri.brf-global.com/
BPAC11	BTGP BANCO	Financeiro	https://ri.btgpactual.com/

CRFB3	CARREFOUR BR	Consumo não Cíclico	https://ri.grupocarrefourbrasil.com.br/
CCRO3	CCR SA	Bens Industriais	https://ri.grupoccr.com.br/
CMIG4	CEMIG	Utilidade Pública	https://ri.cemig.com.br/
CIEL3	CIELO	Financeiro	https://ri.cielo.com.br/
COGN3	COGNA ON	Consumo Cíclico	https://ri.cogna.com.br/
CPLE6	COPEL	Utilidade Pública	https://ri.copel.com/
CSAN3	COSAN	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	https://www.cosan.com.br/
CPFE3	CPFL ENERGIA	Utilidade Pública	https://ri.cpfl.com.br/
CMIN3	CSNMINERACAO	Materiais Básicos	https://ri.csnmineracao.com.br/
CVCB3	CVC BRASIL	Consumo Cíclico	https://www.cvccorp.com.br/ri/
CYRE3	CYRELA REALT	Consumo Cíclico	https://ri.cyrela.com.br/
DXCO3	DEXCO	Materiais Básicos	https://ri.dex.co/
ECOR3	ECORODOVIAS	Bens Industriais	https://ri.ecorodovias.com.br/
ELET3	ELETROBRAS	Utilidade Pública	https://ri.eletrobras.com/
ELET6	ELETROBRAS	Utilidade Pública	https://ri.eletrobras.com/
EMBR3	EMBRAER	Bens Industriais	https://ri.embraer.com.br/
ENBR3	ENERGIAS BR	Utilidade Pública	https://ri.edp.com.br/pt-br/
ENGI11	ENERGISA	Utilidade Pública	https://ri.energisa.com.br/
ENEV3	ENEVA	Utilidade Pública	https://ri.eneva.com.br/
EGIE3	ENGIE BRASIL	Utilidade Pública	https://www.engie.com.br/investidores/
EQTL3	EQUATORIAL	Utilidade Pública	https://ri.equatorialenergia.com.br/pt-br/
EZTC3	EZTEC	Consumo Cíclico	https://ri.eztec.com.br/
FLRY3	FLEURY	Saúde	https://ri.fleury.com.br/
GGBR4	GERDAU	Materiais Básicos	https://ri.gerdau.com/

GOAU 4	GERDAU MET	Materiais Básicos	https://ri.gerdau.com/
GOLL 4	GOL	Bens Industriais	https://ri.voegol.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
NTCO 3	GRUPO NATURA	Consumo não Cíclico	https://ri.naturaeco.com/
SOMA 3	GRUPO SOMA	Consumo Cíclico	https://www.somagrupo.com.br/investidores/
HAPV 3	HAPVIDA	Saúde	https://ri.hapvida.com.br/
HYPE 3	HYPERA	Saúde	https://ri.hypera.com.br/
IGTI1 1	IGUATEMI S.A	Financeiro	https://ri.iguatemi.com.br/
ITSA4	ITAUSA	Financeiro	https://www.itausa.com.br/
ITUB4	ITAUUNIBANCO	Financeiro	https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/
JBSS3	JBS	Consumo não Cíclico	https://ri.jbs.com.br/
KLBN 11	KLABIN S/A	Materiais Básicos	https://ri.klabin.com.br/
RENT 3	LOCALIZA	Consumo Cíclico	https://ri.localiza.com/
LWSA 3	LOCAWEB	Tecnologia da Informação	https://ri.locaweb.com.br/
LREN 3	LOJAS RENNER	Consumo Cíclico	https://lojasrenner.mzweb.com.br/info-aos-investidores/central-de-resultados/
MGLU 3	MAGAZ LUIZA	Consumo Cíclico	https://ri.magazineluiza.com.br/
MRFG 3	MARFRIG	Consumo não Cíclico	https://ri.marfrig.com.br/
CASH 3	MELIUZ	Tecnologia da Informação	https://ri.meliuz.com.br/
BEEF3	MINERVA	Consumo não Cíclico	https://ri.minervafoods.com/
MRVE 3	MRV	Consumo Cíclico	https://ri.mrv.com.br/
MULT 3	MULTIPLAN	Financeiro	https://ri.multiplan.com.br/
PCAR 3	P.ACUCAR-CBD	Consumo não Cíclico	https://www.gpari.com.br/
PETR3	PETROBRAS	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	https://www.investidorpetrobras.com.br/
PETR4	PETROBRAS	Petróleo, Gás e	https://www.investidorpetrobras.com.br/

		Biocombustíveis	
PRIO3	PETRORIO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	https://ri.prio3.com.br/
PETZ3	PETZ	Consumo Cíclico	https://ri.petz.com.br/
QUAL3	QUALICORP	Saúde	https://ri.qualicorp.com.br/
RADL3	RAIADROGASIL	Saúde	https://ri.rd.com.br/
RAIZ4	RAIZEN	Consumo não Cíclico	https://ri.raizen.com.br/
RDOR3	REDE D OR	Saúde	https://ri.rededorsaoluiz.com.br/
RAIL3	RUMO S.A.	Bens Industriais	https://ri.rumolog.com/
SBSP3	SABESP	Utilidade Pública	https://ri.sabesp.com.br/
SANB11	SANTANDER BR	Financeiro	https://www.santander.com.br/ri/home
SMTO3	SAO MARTINHO	Consumo não Cíclico	https://ri.saomartinho.com.br/
CSNA3	SID NACIONAL	Materiais Básicos	https://ri.csn.com.br/
SLCE3	SLC AGRICOLA	Consumo não Cíclico	https://ri.slcagricola.com.br/
SUZB3	SUZANO S.A.	Materiais Básicos	https://ri.suzano.com.br/Portuguese/home/default.aspx
TAEE11	TAESA	Utilidade Pública	https://ri.taesa.com.br/
VIVT3	TELEF BRASIL	Comunicações	https://ri.telefonica.com.br/
TIMS3	TIM	Comunicações	https://ri.tim.com.br/
TOTS3	TOTVS	Tecnologia da Informação	https://ri.totvs.com/
UGPA3	ULTRAPAR	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	https://ri.ultra.com.br/Default.aspx
USIM5	USIMINAS	Materiais Básicos	https://ri.usiminas.com/
VALE3	VALE	Materiais Básicos	https://vale.com/pt/investidores
VIIA3	VIA	Consumo Cíclico	https://ri.via.com.br/

VBBR3	VIBRA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	https://ri.vibraenergia.com.br/
WEGE3	WEG	Bens Industriais	https://ri.weg.net/
YDUQ3	YDUQS PART	Consumo Cíclico	https://www.yduqs.com.br/#