



## A QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DIVULGAÇÃO ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE INFLUENCIAM A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS?

### DO THE QUALITY OF CORPORATE GOVERNANCE AND ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE DISCLOSURE INFLUENCE THE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION?

### LA CALIDAD DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA DIVULGACIÓN AMBIENTAL, SOCIAL Y DE GOBIERNO INFLUYE EN LA RELEVANCIA DE LA INFORMACIÓN CONTABLE?

Recebido em: 28-07-2022  
Avaliado em: 19-09-2022  
Reformulado em: 23-10-2022  
Aceito para publicação em: 20-01-2023  
Publicado em: 14-07-2023  
Editor Responsável: Roberto C. Klann

**Marcia Ferraz Meneghel<sup>1</sup>**  
**Débora Londero Kieling<sup>2</sup>**  
**Larissa Degenhart<sup>3</sup>**

#### RESUMO

A presente pesquisa busca analisar a influência da qualidade da governança corporativa e da divulgação *Environmental, Social and Governance* (ESG) na relevância das informações contábeis de empresas brasileiras. A metodologia caracteriza-se como descritiva, quantitativa e documental, com a análise de um período de cinco anos (2016 a 2020) das empresas brasileiras pertencentes ao índice Brasil 100 (IBrX-100) da Brasil, Bolsa e Balcão (B3). Para o tratamento dos dados foi realizada uma regressão de dados em painel para as três equações propostas. Os resultados indicaram que a variação de lucros ( $\Delta EARN$ ) e o índice de governança corporativa (IQGC) se relacionaram positivamente e significativamente com o retorno das ações (RET). Por outro lado, o efeito da divulgação ESG (geral) no retorno das ações não foi confirmado, pois não houve relação estatística significativa. No entanto, na análise individual dos fatores ESG (ambiental, social e governança) foi confirmada uma relação positiva e significativa somente da divulgação social (SOC) no RET, constituindo-se como potencial oportunidade de investimento para as organizações. Esses resultados sugerem que o conjunto de práticas que denotam a qualidade da governança corporativa e a divulgação social são relevantes para se alcançar maiores níveis de retorno de ações. Esta pesquisa contribui no sentido de impulsionar incentivos para que as organizações contemplem em sua estrutura de governança mecanismos eficazes e invistam em ações e estratégias ESG, visto os efeitos positivos encontrados no *value relevance*.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; ESG; Relevância das Informações Contábeis.

<sup>1</sup> Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4762-166X>; E-mail: [marciafmeneghel@gmail.com](mailto:marciafmeneghel@gmail.com)

<sup>2</sup> Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2104-8313>; E-mail: [deborakieling@gmail.com](mailto:deborakieling@gmail.com)

<sup>3</sup> Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB); Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria (PPGCC/UFSM); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0651-8540>; E-mail: [larissa.degenhart@ufsm.br](mailto:larissa.degenhart@ufsm.br)

## ABSTRACT

This research seeks to analyze the influence of the quality of corporate governance and Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure on the relevance of accounting information of Brazilian companies. The methodology is descriptive, quantitative, and documentary, with the analysis of a period of five years (2016 to 2020) of Brazilian companies belonging to the Brasil 100 index (IBrX-100) of Brasil, Bolsa, and Balcão (B3). We performed a panel data regression for the three proposed equations for data processing. The results indicated that the earnings variation ( $\Delta EARN$ ) and the corporate governance index (IQGC) were positively and significantly related to the stock return (RET). On the other hand, the effects of ESG (general) disclosure on stock returns were not confirmed, as there was no statistically significant relationship. However, in the individual analysis of the ESG factors (environmental, social, and governance), a positive and significant relationship was confirmed only for social disclosure (SOC) in the RET, constituting a potential investment opportunity for organizations. These results suggest that the set of practices denoting the quality of corporate governance and social disclosure are relevant to achieving higher stock returns. Given the positive effects of value relevance, this research contributes to boosting incentives for organizations to consider effective mechanisms in their governance structure and invest in ESG actions and strategies.

**Keywords:** Corporate Governance; ESG; Relevance of Accounting Information.

## RESUMEN

Esta investigación busca analizar la influencia de la calidad de la gobernanza corporativa y la divulgación Ambiental, Social y de Gobernanza (ESG) en la relevancia de la información contable de las empresas brasileñas. La metodología se caracteriza por ser descriptiva, cuantitativa y documental, con el análisis de un período de cinco años (2016 a 2020) de empresas brasileñas pertenecientes al índice Brasil 100 (IBrX-100) de Brasil, Bolsa y Balcão (B3). Para el procesamiento de datos se realizó una regresión de datos de panel para las tres ecuaciones propuestas. Los resultados indicaron que la variación de las ganancias ( $\Delta EARN$ ) y el índice de gobierno corporativo (IQGC) se relacionaron positiva y significativamente con el rendimiento de las acciones (RET). Por otro lado, no se confirmaron los efectos de la divulgación ESG (general) en el rendimiento de las acciones, ya que no hubo una relación estadísticamente significativa. Sin embargo, en el análisis individual de los factores ESG (ambientales, sociales y de gobierno), se constató una relación positiva y significativa solo para la divulgación social (SOC) en la RET, constituyendo una potencial oportunidad de inversión para las organizaciones. Estos resultados sugieren que el conjunto de prácticas que denotan la calidad del gobierno corporativo y la divulgación social son relevantes para lograr mayores niveles de rentabilidad de las acciones. Esta investigación contribuye a impulsar los incentivos para que las organizaciones consideren mecanismos efectivos en su estructura de gobierno e inviertan en acciones y estrategias ESG, dados los efectos positivos encontrados en la relevancia del valor.

**Palabras-clave:** Gobernanza Corporativa; ESG; Relevancia de la Información Contable.

## 1 INTRODUÇÃO

A importante heterogeneidade de práticas empresariais permite às empresas integrar ações de governança corporativa (GC) que vão além daquelas estipuladas por lei ou que são adotadas por outras empresas (Crisóstomo et al., 2020). Empresas bem governadas incorporam melhores incentivos gerenciais, o que estimula o crescimento do setor corporativo e aumenta sua produtividade (De Nicolò et al., 2008). Uma GC eficaz permite aos acionistas uma garantia que as empresas nas quais investem recursos estão sendo administradas de acordo com seus interesses e as necessidades

de clientes, colaboradores e do meio ambiente (Achim & Borlea, 2014). Assim, uma boa estrutura de GC desempenha o papel de garantir a sustentabilidade das organizações, de modo que a adoção de práticas de GC maximizem os interesses de acionistas, credores, empregadores e colaboradores (Achim & Borlea, 2014) e, ainda, reduzam possíveis conflitos de agência (Jiraporn et al., 2012).

Os mecanismos de GC podem ser compreendidos como a estrutura e funções do conselho, comitê de auditoria, controle interno, auditoria interna e externa, comitê de risco e políticas de direitos dos acionistas (Elzahaby, 2021). A eficiência destes mecanismos pode promover a qualidade da GC, o que impacta na redução de conflitos de interesses (Correia et al., 2011) e apresenta relevantes reflexos nas decisões corporativas (Jiraporn et al., 2012). Estabelecer tais melhorias pode produzir efeitos positivos no crescimento e alterar o ambiente institucional em que a empresa opera (De Nicolò et al., 2008), aumentando a sua responsabilidade social.

As camadas sociais estão concentrando sua atenção na responsabilidade social das empresas, sendo a divulgação destas informações relacionadas ao desenvolvimento das empresas (Liu & Zhang, 2017). O processo de divulgação corresponde à comunicação entre empresas e usuários (partes interessadas) de relatórios sobre o envolvimento em tais práticas (Katmon et al., 2019), como as ambientais, sociais e de governança (ESG) (Gillan et al., 2021), existindo diversos canais de comunicação sobre tais atividades, como os relatórios de sustentabilidade (Jadoon et al., 2021). A divulgação desses aspectos (ambientais, sociais e de governança) proporciona maiores incentivos para os gestores, investidores e *stakeholders* tomarem melhores decisões e avaliações sobre as empresas (Cek & Eyupoglu, 2020).

Promover a integração de informações financeiras e de sustentabilidade ocasiona progressos significativos na avaliação de mercado das informações contábeis (Baboukardos & Rimmel, 2016), o mesmo resultado pode ocorrer no âmbito organizacional. Para os investidores, a confiança nas informações divulgadas leva a previsões mais precisas no que tange ao valor de mercado e preço das ações (Elshandidy, 2014), enquanto para os gestores, são utilizadas para atingir metas e, com isso, aumentar o retorno das ações aos acionistas (Degenhart et al., 2017).

É evidente que a atenção dada a estas informações apresenta resultados positivos que atendem às demandas dos investidores (Elshandidy, 2014). Nesse sentido, uma informação é considerada relevante quando influencia as decisões econômicas dos usuários, baseando-se na associação entre os números contábeis e o retorno de mercado das ações, o que reflete informações utilizadas por investidores (Barth et al., 2001) para a tomada de decisões (Elshandidy, 2014). No entanto, conforme a Teoria da Agência, os gerentes podem ter uma tendência de priorizar seus próprios interesses nas organizações, o que desfavorece economicamente o principal e gera problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1994). Neste sentido, é interessante que mecanismos de controle relacionados à GC sejam utilizados como parte de um sistema de investigação e equilíbrio, pois amenizam conflitos entre o principal e agente, favorecendo atingir os objetivos organizacionais.

Estudos têm despendido atenção acerca dos efeitos da qualidade da GC na alavancagem financeira (Zhou et al., 2021), no risco de inadimplência (Ali et al., 2018) e na qualidade do relatório de sustentabilidade (Correa-Garcia et al., 2020). A influência da divulgação ESG tem sido analisada sob diversas perspectivas, como no desempenho econômico-financeiro das empresas (Taliento et al., 2019; Cek & Eyupoglu, 2020; Koroleva et al., 2020), no desempenho de mercado (Taliento et al., 2019) e no valor empresarial (Liu & Zhang, 2017). A Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (Cahan et al., 2015; Degenhart et al., 2017), a sustentabilidade corporativa (econômica, social, ambiental e governança corporativa) (Jadoon et al., 2021) e as divulgações ESG (Miralles-Quirós et al., 2018; Aureli et al., 2020; Setyahuni, & Handayani, 2020) também foram analisadas na relevância das informações contábeis (*value relevance*).

A relevância das informações contábeis é a capacidade de uma métrica de desempenho explicar as variações ocorridas nos retornos das ações consideradas contemporâneas (Jadoon et al., 2021). O foco na relevância do valor tem se limitado a informações financeiras, como por exemplo, os efeitos do retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre

os investimentos (ROI), entre outros indicadores econômico-financeiros e de mercado (Liu & Zhang, 2017; Taliento et al., 2019; Cek & Eyupoglu, 2020; Koroleva et al., 2020). No entanto, esta corrente teórica evoluiu ao considerar variáveis não contábeis como fatores relevantes para explicar os preços e retornos das ações (Aureli et al., 2020), como por exemplo, a sustentabilidade corporativa (Jadoon et al., 2021), as divulgações ESG e suas dimensões individuais (Miralles-Quirós et al., 2018; Aureli et al., 2020), foco desta pesquisa.

Portanto, a informação contábil não é considerada o único fator que visa explicar a variação do valor de mercado das empresas (Miralles-Quirós et al., 2018; Jadoon et al., 2021; Aureli et al., 2020), mas também, as questões voltadas à sustentabilidade corporativa e ESG (Aureli et al., 2020), como fatores centrais para explicar a variação dos preços das ações (Jadoon et al., 2021). Ao contrário de outros trabalhos (Degenhart et al., 2017; Miralles-Quirós et al., 2018; Jadoon et al., 2021; Aureli et al., 2020), este estudo propõe uma abordagem da GC e a divulgação ESG como fatores determinantes da relevância das informações contábeis de empresas brasileiras.

O foco da pesquisa de Degenhart et al. (2017) foi analisar a relação entre a RSC e a relevância das informações contábeis de empresas brasileiras (2011 a 2015). A RSC foi mensurada por meio das divulgações dos valores correspondentes aos benefícios sociais internos, externos e ambientais publicados no Balanço Social, conforme o modelo proposto pelo IBASE. A presente pesquisa avança e se diferencia deste estudo realizado no contexto brasileiro, por analisar as divulgações ESG de forma geral e individual (ambientais, sociais e de governança) e incorporar nesta discussão a qualidade da governança corporativa, mensurada por meio dos aspectos: estrutura e funções do conselho, comitê de auditoria, auditoria interna e externa e comitê de risco, propostos por Elzahaby (2021).

Miralles-Quirós et al. (2018) analisaram se as atividades ESG realizadas pelas empresas brasileiras no período de 2010 a 2015 desempenhavam um papel significativo na relevância das informações contábeis (modelo proposto por Ohlson, 1995). Jadoon et al. (2021) analisaram os efeitos da sustentabilidade corporativa (econômica, ambiental, social e de governança corporativa) e da qualidade do relatório de sustentabilidade na relevância das informações contábeis (modelo proposto por Ohlson, 1995), no período de 2012 a 2016, dos 30 melhores mercados de capitais verdes classificados pelo *Global Green Economy Index*. Aureli et al. (2020) investigaram o impacto da publicação de relatórios ESG sobre o valor das ações de empresas listadas de todo o mundo (2009 a 2016). A partir desses estudos, denota-se que a qualidade da GC ainda não foi explorada juntamente das divulgações ESG na relevância das informações contábeis de empresas brasileiras, lacuna teórica explorada nesta pesquisa.

A partir deste contexto, a literatura que versa sobre GC enriquece com este estudo, pois identificou-se uma lacuna de pesquisa no contexto nacional e internacional, tendo em vista que a configuração teórica proposta se mostra ainda incipiente, não apresentando evidências empíricas significativas. Os efeitos das divulgações ESG no *value relevance* das empresas apresentou evidências empíricas inconclusivas (Jadoon et al., 2021). Além disso, considerando que nem sempre é discutida a influência do ESG no preço de ativos listados em mercados emergentes (Miralles-Quirós et al., 2018), o estudo busca incluir na literatura uma análise destas variáveis (GC, ESG e *value relevance*) frente a este cenário peculiar, sob a ótica das empresas com maior negociabilidade e representatividade no mercado de ações brasileiro.

Dessa forma, a questão problema que emerge é: Quais os efeitos da qualidade da governança corporativa e da divulgação ESG na relevância das informações contábeis de empresas brasileiras? O objetivo da pesquisa consiste em analisar os efeitos da qualidade da GC e da divulgação ESG na relevância das informações contábeis de empresas brasileiras.

Na literatura, a análise dos efeitos da qualidade da GC e da divulgação ESG na relevância das informações contábeis ainda é considerada incipiente, o que oportuniza e justifica a realização desta pesquisa, considerando que empresas ao investirem em mecanismos de GC, demonstram maior qualidade nos relatórios financeiros (Almujamed & Alfraih, 2020). Em relação aos critérios

ambientais, sociais e de governança (ESG), o principal fator por trás do interesse no desempenho em tais critérios pelas empresas é a necessidade de fornecer às partes interessadas uma visão completa dos negócios (Cek & Eyupoglu, 2020). A demanda pelas partes interessadas por informações ESG está crescendo e estas incorporam estas informações com outras voltadas aos investimentos (Cek & Eyupoglu, 2020), o que impacta no preço e retorno das ações, gerando relevância do valor (Setyahuni, & Handayani, 2020), fatos estes que justificam a análise das divulgações ESG no *value relevance*.

Outra justificativa parte dos argumentos de Aureli et al. (2020), pois abordam que a informação contábil não é suficiente para explicar o valor de mercado das empresas e as suas variações, o que torna oportuna a análise de variáveis não financeiras, como por exemplo, as divulgações ESG, visto que continua sendo um tema relevante na academia. Apesar de que a sustentabilidade corporativa pode criar valor para o acionista, estudos que analisam essa discussão teórica necessitam ser realizados (Aras et al., 2018). Portanto, este campo de estudo voltado às divulgações ESG merece uma análise mais aprofundada, com vistas a avaliar o possível impacto destas divulgações nos resultados do negócio (Taliento et al., 2019).

Como contribuições teóricas, o estudo visa preencher a lacuna na literatura com evidências sobre a temática da qualidade da GC e da divulgação ESG na relevância das informações contábeis. Além disso, apresenta implicações interessantes para as organizações e para o mercado acionário, pois permite às companhias desenvolver estratégias relacionadas às questões de GC e ESG. Os resultados também contribuem para as organizações, pois revelam que as empresas que buscam agir de forma socialmente responsável (Degenhart et al., 2017), conseqüentemente, apresentarão um retorno positivo das ações para seus investidores. Deste modo, contribui para com os profissionais e empreendedores ao revelar que ignorar os fatores ESG implica negligenciar diversas oportunidades e riscos para as empresas e partes interessadas, que o próprio ESG é capaz de minimizar (Taliento et al., 2019). Quanto às contribuições sociais, esta pesquisa permite ampliar discussões sob novas perspectivas, para que a sociedade e partes interessadas estejam atentas quanto à qualidade das informações contábeis das empresas brasileiras, instigando que organizações realizem a implementação de mecanismos de qualidade da governança corporativa e incentivem a divulgação ESG.

## **2 CONSTRUÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES DE PESQUISA**

### **2.1 Qualidade da Governança Corporativa e Relevância das Informações Contábeis**

Em uma organização, a estrutura de GC é composta por fatores que incluem desde as funções e estrutura do conselho, visão e estratégia da empresa, política de remuneração até os direitos dos acionistas, dentre outros fatores (Cek & Eyupoglu, 2020). Elzahaby (2021) oferece à literatura um índice que visa medir a qualidade da estrutura de governança corporativa, por meio de mecanismos que compreendem a estrutura e funções do conselho, comitê de auditoria, auditoria interna e externa e comitê de risco, que são objeto de análise na presente pesquisa.

A qualidade da GC está relacionada com um aumento da eficiência das empresas, maior crescimento sustentável da economia e facilidade de acesso a fontes externas de capital (Marin et al., 2021), além de analisar a gestão, investigando se as empresas estão praticando boas condições de governança (Rahman & Khatun, 2017). Neste sentido, o nível de qualidade da GC é definido como um grau para cumprimento de mecanismos definidos de GC (Marin et al., 2021) e estes, ao serem eficientes, proporcionam a qualidade da GC, o que oportuniza a mitigação dos conflitos de interesses (Correia et al., 2011).

Há uma tendência de que quando empresas implementam mecanismos de governança eficazes, evitam conseqüências desfavoráveis, como os conflitos de agência (Elzahaby, 2021). Além disso, podem ter melhoria na governança e melhor comunicação com suas partes interessadas ao

promover mecanismos como o aumento no tamanho e na diversidade do conselho de administração (Almujamed & Alfraih, 2020). Neste contexto, quando as empresas contratam conselheiros externos, percebem benefícios quanto à sua reputação, pois aumenta a confiança de investidores na tomada de decisão dos conselhos, bem como a agilidade no acesso ao mercado e oportunidades de investimento lucrativas (Trinh et al., 2021).

Há estudos que apontam que o comitê de auditoria impacta de modo positivo e significativo nos lucros das empresas (Najamuddin et al., 2022); e que mecanismos de governança corporativa, como a independência do conselho, a distinção de funções do CEO, a concentração acionária e a qualidade da auditoria, fomentam a formação de comitês de auditoria nas organizações (Abdeljawad et al., 2020). De outro modo, a presença de pessoas de dentro e fora do conselho corporativo, além do tamanho do conselho, a concentração de acionistas e a estrutura de propriedade, permitem gerar um impacto positivo no desempenho das empresas (Puni & Anlesinya, 2020).

Evidências consideram que o tamanho do conselho e a dualidade do CEO não influenciam a qualidade da GC (Tchuigoua, 2015). No entanto, a literatura, ao relacionar a GC com a relevância das informações contábeis, destaca a importância de alavancar o número de membros e a proporcionalidade de CEO's nos conselhos, na intenção de proporcionar uma governança de qualidade (Almujamed & Alfraih, 2020). A falta de atuação de um conselho eficaz propicia que gerentes forneçam informações financeiras que não demonstram de fato o desempenho da organização (Almujamed & Alfraih, 2020). A baixa qualidade das informações contábeis impacta os fundamentos operacionais e a descrição gerencial, o que torna a avaliação da empresa e a previsão de lucros complexos (Lee & Masulis, 2009). Neste sentido, empresas que investem em uma melhor estrutura dos conselhos e de governança apresentam relatórios financeiros com qualidade superior no mercado (Almujamed & Alfraih, 2020).

As empresas, ao adotarem boas práticas de governança corporativa e maior divulgação das informações contábeis, tornam-se competitivas, o que estimula a conscientização da divulgação e maior implicação na decisão dos investidores (Bokpin, 2013). Deste modo, o valor contábil e os lucros analisados em conjunto possibilitam maior compreensão da variação nos preços das ações, principalmente em grandes empresas, tendo em vista que estas possuem regulamentações de divulgação mais rígidas, estruturas de governança desenvolvidas, bem como maior atenção à sua reputação (Badu & Appiah, 2018).

No que tange ao preço das ações, há evidências que consideram que empresas com índices mais baixos de qualidade de GC apresentam retornos mais elevados, considerando que classificações baixas de governança proporcionam maior risco e, em contrapartida, índices mais altos de qualidade de governança apresentam um menor risco e retorno de ações (Aman & Nguyen, 2008). Por outro lado, além do preço das ações possuir relação direta com a qualidade da GC, a maior qualidade de gestão, de estratégias e de políticas indica melhores níveis de prestação de contas e maior confiança das partes interessadas, os quais impulsionam impactos nos resultados econômicos (Taliento et al., 2019).

A experiência, a atividade do conselho e o tipo de propriedade são elementos que promovem a qualidade da GC, o que reforça a eficácia dos mecanismos de governança nas empresas (Tchuigoua, 2015). Hussain et al. (2018) comprovaram que tais mecanismos, eficazes à GC, colaboram para que empresas atinjam suas metas de sustentabilidade e consigam alcançar a legitimidade organizacional. Além disso, contar com tais mecanismos possibilita que as empresas monitorem suas operações e promovam a sustentabilidade empresarial.

As informações contábeis exercem um papel significativo quando os acionistas analisam diversas possibilidades de uma empresa na tomada de decisão de investimento (Beisland & Hamberg, 2013). Os acionistas requerem uma atualização regular das informações financeiras, na intenção de avaliação de desempenho (Almujamed & Alfraih, 2020). Neste sentido, na literatura é evidenciado a mensuração da qualidade da informação contábil por meio de diversas abordagens, como o conservadorismo contábil, a relevância das informações contábeis e o gerenciamento de resultados

(Lee & Masulis, 2009). Nas organizações, informações contábeis de baixa qualidade acabam prejudicando a saúde financeira e o desempenho, intensificando a assimetria da informação com investidores (Lee & Masulis, 2009).

O comitê de auditoria possui significativa relevância para a governança interna, pois é o suporte para o conselho de administração ao colaborar na supervisão dos relatórios das empresas e auxiliar no trabalho da auditoria externa (Abdeljawad et al., 2020). Pesquisas evidenciaram que alterações no *value relevance* possuem relação com os mecanismos de governança das organizações, pois de acordo com os mecanismos adotados, a relevância do valor contábil do patrimônio líquido aumenta, enquanto a relevância do valor dos lucros diminui (Davis-Friday et al., 2006). Além disso, os mecanismos de GC que as empresas adotam, como grandes conselhos, proporcionam um aumento do *value relevance* acerca dos lucros e do valor contábil (Almujamed & Alfraih, 2020).

Baioco e Almeida (2017) consideram que há um significativo impacto do comitê de auditoria na relevância dos lucros, devido às funções deste no processo de geração da informação contábil, com base em controles internos e gerenciamento da auditoria interna e externa. Em relação à independência do conselho de administração e à separação de cargos de presidente e CEO em empresas brasileiras, constatou-se uma influência positiva na qualidade da informação contábil (Holtz & Sarlo, 2014). Deste modo, considera-se que mecanismos de GC consolidados impactam positivamente a qualidade das informações contábeis.

Há evidências significativas que indicam que há uma relação direta da qualidade da GC na qualidade dos lucros das empresas (Elzahaby, 2021). Há também estudos que consideram que as informações agregadas de risco não geram valor aos investidores, pois tais informações são rotineiras e o *value relevance* relacionado ao risco permite compreender variações condicionadas ao crescimento e à rentabilidade da empresa (Elshandidy & Zheng, 2021).

Embora as informações contábeis sejam importantes para o *value relevance*, os lucros das empresas são considerados fatores significativos para compreender a variação no preço das ações em relação ao valor contábil, justificando que as demonstrações financeiras podem ser mais usuais em relação à demonstração dos resultados (Badu & Appiah, 2018). De outro modo, empresas que possuem baixa qualidade da informação contábil são avaliadas de modo negativo pelo investidor, ao considerar que problemas de agência e risco de seleção adversa podem ocorrer (Lee & Masulis, 2009). Nesse sentido, espera-se que tenha retornos de anúncios mais negativos, quando comparada às empresas que possuem melhor qualidade da informação contábil.

Estudos anteriores considerando a relação entre a qualidade da GC e a relevância das informações contábeis analisaram o gerenciamento de ganhos (Shan, 2015), o sistema jurídico (Mechelli & Cimini, 2019), o gerenciamento de resultados (Khidmat et al., 2018), os relatórios financeiros (Kalantonis et al., 2021), entre outros. Para o desenvolvimento do presente estudo, compreende-se que os sistemas contábeis alinhados com mecanismos de GC são aspectos relevantes para a relação entre o preço de ações e as informações contábeis (Davis-Friday et al., 2006), o que oportuniza a confiança de investidores nacionais e estrangeiros na tomada de decisão, permitindo que se estabeleça segurança nas informações contábeis que são divulgadas pelas empresas (Shan, 2015).

Diante do exposto, espera-se que maiores níveis de qualidade da GC (estrutura e funções do conselho, comitê de auditoria, auditoria interna e externa e comitê de risco) possibilitem maior relevância das informações contábeis, proporcionando melhores retornos das ações. Neste sentido, a primeira hipótese presume que:

H1 - Há relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e a relevância das informações contábeis.

O efeito positivo esperado se justifica a partir de argumentos apresentados na literatura que revelam que investidores estão mais dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações em companhias bem governadas (Correia et al., 2011; Almujamed & Alfraih, 2020; Trinh et al., 2021). Desta forma,

buscar melhorias na qualidade da GC, como uma boa administração, adotar regras de controle, funções de monitoramento da diretoria e atenuação de conflitos (Taliento et al., 2019), pode proporcionar impactos positivos e significativos em diversas medidas de resultados (Aktan et al., 2018; Taliento et al., 2019). Conseqüentemente, companhias com melhor qualidade de GC sofrem menos conflitos de agência (Jiraporn et al., 2012).

## 2.2 Divulgação ESG e Relevância das Informações Contábeis

O investimento em questões sustentáveis pode aumentar os retornos dos investidores e integrar as dimensões ESG em suas preferências (Aras et al., 2018). A Teoria da Legitimidade aponta o uso da divulgação para demonstrar que as companhias operam dentro dos limites da sociedade e para influenciar percepções externas (Lu & Wang, 2021), pois as questões sociais e ambientais são preocupações cada vez mais relevantes para investidores, sociedade, consumidores e organizações (Nekhili et al., 2017). Maiores níveis de divulgação podem reduzir a assimetria de informações e aumentar a transparência da empresa (Lu & Wang, 2021).

Nesse contexto, há um debate contínuo sobre se os esforços das empresas em promover a sustentabilidade criam valor de mercado e, conseqüentemente, maximizam a riqueza dos acionistas (Aras et al., 2018). Portanto, com a expectativa de que a sustentabilidade corporativa continue desempenhando um papel relevante no desenvolvimento das empresas, é importante entender os efeitos dos fatores ESG (Koroleva et al., 2020) na relevância das informações contábeis. O fator ambiental defende os princípios das finanças verdes e como estas são incorporadas na tomada de decisão de investimentos. As questões sociais referem-se à desigualdade, inclusão social, relações trabalhistas, investimentos realizados em capital humano e nas comunidades. A governança corporativa inclui as estruturas de gestão, relações com os funcionários e remuneração dos executivos e possui um papel essencial para garantir a inclusão das questões sociais e ambientais no processo de tomada de decisões (Koroleva et al., 2020). Deste modo, a integração destes três componentes nas empresas constitui um conjunto de princípios de desenvolvimento sustentável, em termos econômicos e financeiros, que pode promover melhorias nos retornos dos acionistas (Koroleva et al., 2020).

Evidências encontradas na literatura revelam os efeitos da RSC (Degenhart et al., 2017), da sustentabilidade corporativa (Jadoon et al., 2021) e das divulgações ESG e suas dimensões (Miralles-Quirós et al., 2018; Aureli et al., 2020) na relevância das informações contábeis, no entanto, os resultados são mistos. Degenhart et al. (2017) analisaram a relação entre RSC e a relevância das informações contábeis de empresas brasileiras e confirmaram que a RSC estava positivamente relacionada com a relevância destas informações. Além disso, empresas que adotam práticas de RSC apresentavam um aumento no retorno das ações e, ao divulgarem tais informações, ganhavam importância na tomada de decisão dos investidores (Degenhart et al., 2017).

Os resultados de Miralles-Quirós et al. (2018) revelaram que os investidores não valorizavam de forma significativa os três pilares ESG no contexto brasileiro, visto que os fatores ambientais e de governança corporativa se relacionaram positivamente e significativamente com a relevância das informações contábeis. No entanto, as questões sociais, embora tenham apresentado um coeficiente positivo, não se relacionaram significativamente com o preço das ações. Miralles-Quirós et al. (2018) também confirmaram que o mercado valorizava práticas ambientais promovidas por empresas que não possuíam relação com setores ambientalmente sensíveis. Por outro lado, o mercado valorizava as práticas sociais e de GC que eram realizadas por empresas consideradas ambientalmente sensíveis.

A pesquisa de Aureli et al. (2020) também indicou que as informações ESG apresentavam efeitos positivos no valor de mercado de um número considerável de empresas analisadas de todo o mundo. Outra pesquisa que evidenciou efeitos positivos das divulgações ESG na relevância das informações contábeis foi o estudo desenvolvido por Jadoon et al. (2021), a partir da análise dos 30 melhores mercados de capitais verdes conforme o *Global Green Economy Index*. A divulgação de sustentabilidade geral (econômica, ambiental, social e de governança corporativa) apresentou um

impacto positivo e significativo no valor de mercado das empresas. Estas evidências indicam que um maior desempenho em sustentabilidade resulta em maior valor de mercado das empresas e, conseqüentemente, os investidores possuem uma percepção positiva sobre a sustentabilidade geral promovida pelas empresas (Jadoon et al., 2021).

As dimensões de sustentabilidade econômica, social e de governança corporativa também revelaram um efeito positivo e significativo no valor de mercado das empresas. Contudo, a dimensão ambiental revelou um efeito insignificante na relevância das informações contábeis. Tais achados sugerem que uma pontuação mais alta nas divulgações econômicas, sociais e de governança corporativa resultaria em maior valor de mercado para as empresas. Por outro lado, a divulgação ambiental não apresenta impactos no valor de mercado das empresas, o que indica que os esforços nas questões ambientais tendem a não explicar o valor de mercado das empresas analisadas (Jadoon et al., 2021).

A partir destes resultados positivos, Setyahuni e Handayani (2020) afirmam que as divulgações ESG impactam o preço e o retorno das ações, o que gera relevância do valor no preço e no retorno. Conforme Taliento et al. (2019), a cultura ESG melhora as condições em que os processos de gestão ocorrem e os resultados das empresas são formados por meio da valorização do mercado, dos investidores e da aprovação e confiança dos *stakeholders*, o que, conseqüentemente, gera rendimentos favoráveis a todas as partes interessadas.

Outro argumento que pauta esta relação positiva é que a sustentabilidade corporativa aumenta o valor de mercado das empresas, pois diminui os custos ligados a conflitos entre as partes interessadas, o que melhora a produtividade, a retenção de funcionários, a reputação da empresa, além de minimizar o desperdício de recursos financeiros e naturais e a assimetria de informações (Jadoon et al., 2021). Além disso, empresas maiores são pressionadas pelos *stakeholders* a investir e reportar maior atenção para as questões voltadas à proteção ambiental, social e as políticas e práticas de governança corporativa, o que tende a refletir na relevância das informações contábeis (Taliento et al., 2019).

Apesar da constatação de evidências positivas na relação entre ESG e relevância das informações contábeis, também foram constatados efeitos insignificantes nesta relação. Cordazzo et al. (2020) consideram que há evidências que indicam que os números contábeis não estão associados ao preço das ações, se avaliado o antes e depois da transição de uma divulgação não financeira. Complementam que a falta de significância estatística também ocorre quando são testadas informações sobre divulgação ambiental (Cordazzo et al., 2020).

Denota-se, portanto, que grande parte da literatura fornece evidências do ESG e a criação de valor para o acionista, tendo como base empresas que atuam nos países desenvolvidos e nem sempre é discutido sobre a influência do ESG no preço de ativos listados em mercados emergentes (Miralles-Quirós et al., 2018). Estas características legitimam a relevância do valor das informações contábeis, por meio da capacidade de os números contábeis resumirem informações implícitas aos preços das ações (Sami & Zhou, 2004), tendo em vista a tendência de seus números tornarem-se relevantes para investidores e demais partes interessadas (Degenhart et al., 2017). Quanto maior a relevância, mais as informações são confiáveis e úteis para decisões de investimentos e maior a associação entre os números contábeis e os retornos das ações da empresa (Sami, & Zhou, 2004). Desta maneira, faz-se necessário que as demonstrações contábeis apresentem informações compreensíveis e relevantes, servindo a todas as partes interessadas (Degenhart et al., 2017).

Nestas condições, espera-se que maiores níveis de divulgação ESG possibilitem maior relevância das informações úteis para todas as partes interessadas, mas principalmente sob a ótica dos investidores, possibilitando melhores retornos de ações. Neste contexto, a segunda hipótese presume que:

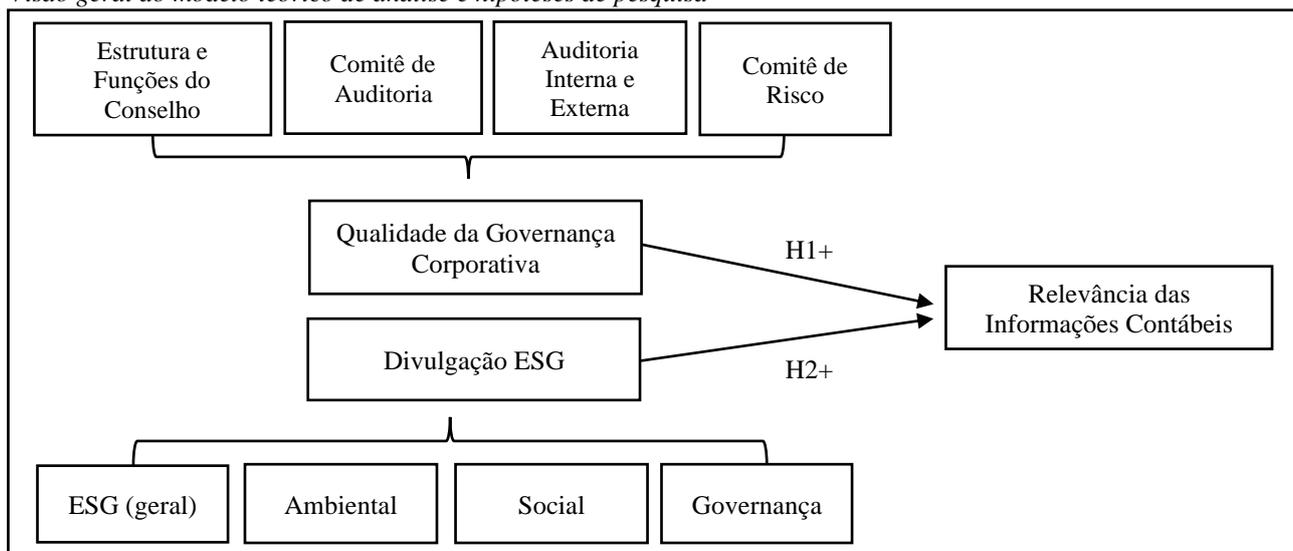
H2 - Há relação positiva entre a divulgação ESG e a relevância das informações contábeis.

A relação esperada entre a divulgação ESG e a relevância das informações contábeis pauta-se em resultados anteriores, em que prevalecem efeitos positivos, como os de Degenhart et al. (2017), Miralles-Quirós et al. (2018), Aureli et al. (2020), Setyahuni e Handayani (2020) e Jadoon et al. (2021). Justifica-se esta relação pois investidores percebem as informações de natureza socioambiental como relevantes para o processo de tomada de decisão (Degenhart et al., 2017). Além disso, quanto maior a relevância das informações, mais as demonstrações contábeis e financeiras se apresentarão confiáveis aos tomadores de decisão (Francis & Schipper, 1999).

O modelo teórico de análise e as hipóteses são apresentadas na Figura 1.

**Figura 1**

*Visão geral do modelo teórico de análise e hipóteses de pesquisa*



### 3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

A metodologia adotada caracteriza-se como descritiva, quantitativa e documental, com a análise de um período de 2016 a 2020.

#### 3.1 População e Amostra

A população objeto do estudo compreendeu todas as empresas brasileiras pertencentes ao índice IBrX-100 da B3, excluindo-se da amostra as companhias financeiras. Optou-se por analisar as empresas deste índice, visto que contempla as empresas que possuem as cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro (B3, 2021). A amostra compreendeu 50 empresas que continham todas as informações ESG durante o período, necessárias para a realização da pesquisa. No total, foram geradas 250 observações a partir da amostra considerada na pesquisa.

#### 3.2 Coleta de Dados e Variáveis

As variáveis independentes utilizadas no estudo correspondem à qualidade da GC e à divulgação ESG. Para mensurar a qualidade da GC das empresas analisou-se quatro constructos (estrutura e funções do conselho, comitê de auditoria, auditoria externa e comitê de risco), enquanto para medir as divulgações ESG utilizou-se o *score* de pontuação geral ESG e as suas três dimensões: ambiental, social e governança corporativa. A relevância das informações contábeis é a variável dependente e utilizou-se o modelo de retorno das ações de Collins et al. (1997), Francis e Schipper

(1999), Francis et al. (2004) e Bushman et al. (2004). Na Tabela 1 apresenta-se as variáveis analisadas no estudo.

**Tabela 1**

*Variáveis analisadas no estudo*

Variável		Definição Operacional	Coleta	Autores
<b>Variável dependente</b>				
Relevância das Informações Contábeis ( $RET_{it}$ )		Retorno de 15 meses da ação finalizado 3 meses após o final do ano fiscal $t$ , dividido pelo valor de mercado $_{t-1}$ (quantidade de ações $x$ o preço da ação).	Economática®	Francis e Schipper (1999); Collins et al. (1997); Francis et al. (2004); Bushman et al. (2004); Degenhart et al. (2017).
<b>Variáveis independentes</b>				
Lucro ( $EARN_{it}$ )		Lucro líquido dividido pelo valor de mercado $_{t-1}$	Economática®	Francis e Schipper (1999); Collins et al. (1997); Francis et al. (2004); Bushman et al. (2004); Degenhart et al. (2017).
Variação do Lucro ( $\Delta EARN_{it}$ )		Lucro líquido $_t$ menos o lucro líquido $_{t-1}$ , dividido pelo valor de mercado $_{t-1}$		
Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)	Estrutura e funções do Conselho	Responsável por proteger o patrimônio, definir estratégias, aprovação de executivos e monitoramento de riscos (Gondrige et al., 2012).	Relatórios Anuais e Formulários de Referência	Elzahaby (2021).
	Comitê de Auditoria	Aumenta a eficiência do conselho de administração e supervisiona situações que exigem suporte específico, sendo fundamental para o controle das organizações, melhorando a governança (Beuren et al., 2013).		
	Auditoria Interna e Externa	Auditoria interna e externa é realizada por auditores independentes a fim de examinar as demonstrações contábeis (Elzahaby, 2021).		
	Comitê de Risco	Analisa os riscos inerentes às atividades, com o objetivo de garantir a identificação e tratamento (Elzahaby, 2021).		
Divulgação ESG	Divulgação ESG	Fatores gerais de desempenho, que consideram os aspectos ambiental, social e de governança corporativa (Khalid et al., 2021).	Refinitiv Eikon®	Cek e Eyupoglu (2020); Jadoon et al. (2021); Elzahaby (2021).
	Divulgação Ambiental (AMB)	Desempenho em relação à critérios ambientais, que auxiliam na conformidade ambiental (Khalid et al., 2021). Portanto, refere-se à influência das empresas nos indicadores ambientais, como emissão de carbono, consumo de recursos e inovação de produtos (Cek, & Eyupoglu, 2020).		
	Divulgação Social (SOC)	Desempenho em relação à critérios sociais, que examinam como a empresa se relaciona com questões como direitos humanos, fornecedores e comunidade onde atua (Khalid et al., 2021). Deste modo, refere-se à influência das empresas nos indicadores sociais como direitos humanos, igualdade, saúde e segurança, comunidade e responsabilidade pelo produto (Cek, & Eyupoglu, 2020).		

A QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DIVULGAÇÃO ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE INFLUENCIAM A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS?

Variável	Definição Operacional	Coleta	Autores
Divulgação Governança (GOV)	Desempenho em relação à critérios que focam na transparência, ações anticorrupção, conduta corporativa e RSC (Khalid et al., 2021). Refere-se à influência das empresas nas funções do conselho, estrutura, remuneração, política, visão e estratégia (Cek, & Eyupoglu, 2020).		
<b>Variáveis de controle</b>			
Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total.	Econômica®	Elzahaby (2021).
Alavancagem (ALA)	Dívida total (PC+PNC) dividida pelo ativo total.		
Efeitos fixos Setor	Setor de atuação das empresas.		
Efeitos fixos Ano	Período de estudo: 2016 a 2020.		

Conforme menção na Tabela 1, nesta pesquisa, o *score* ESG geral e seus componentes ambiental, social e governança são calculados pela base de dados Refinitiv e disponibilizados prontos para a coleta destes dados na referida base. Os scores ambiental, social e governança visam medir o desempenho, o comprometimento e a eficácia no que tange ao ESG das empresas, e são agrupados utilizando como parâmetro 10 elementos: a) Ambiental: uso de recursos, emissões e inovação ambiental; b) Social: força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto; e c) Governança: gestão, acionistas e estratégia de RSC (Refinitiv, 2022).

Haja vista os exemplos de elementos considerados, o envolvimento da empresa nos três critérios possibilita a coleta de informações (Taliento et al., 2019). Desta forma, a metodologia adotada pela Refinitiv para encontrar os indicadores baseia-se em dados relatados publicamente pelas empresas e as pontuações do pilar ESG compreendem a soma relativa dos pesos dos 10 elementos, que variam de 0 a 100 (Refinitiv, 2022).

Com relação às variáveis de controle, optou-se por analisar o tamanho da empresa e a alavancagem financeira, visto que empresas maiores (Almujamed & Alfraih, 2020) e mais alavancadas (De Klerk et al., 2015; Miralles-Quirós et al., 2018) tendem a apresentar maior *value relevance*. Desta forma, optou-se por analisar estas duas variáveis no presente estudo, já preconizadas pela literatura.

### 3.2.1 Índice de Qualidade da Governança Corporativa

A qualidade da GC foi mensurada a partir dos seguintes aspectos: estrutura e funções do conselho (1), comitê de auditoria (2), auditoria interna e externa (3) e comitê de risco (4), justificados pela literatura revisitada e proposto por Elzahaby (2021). Na Tabela 2 apresentam-se os itens que foram analisados em cada um dos aspectos de GC, para na sequência, realizar o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC).

**Tabela 2**

*Categorias e Subcategorias analisadas para mensurar o IQGC*

Categorias de GC	Itens analisados das categorias de GC	Coleta
(1) Estrutura e funções do conselho	O tamanho do conselho de administração é de pelo menos cinco, mas não mais do que 11 membros.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.5/6
	As funções e responsabilidades do conselho estão claramente definidas no relatório anual da empresa.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.1 e 12.5/6
	O CEO (CEO) e o presidente do conselho são pessoas diferentes.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.5/6
	O número de reuniões do conselho é realizado pelo menos duas vezes por ano.	Informações Relevantes - Categoria Reunião Adm.

<b>Categorias de GC</b>	<b>Itens analisados das categorias de GC</b>	<b>Coleta</b>
	A proporção de conselheiros independentes é maior do que ½ do tamanho total do conselho.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.5/6
	Pelo menos um membro do conselho tem experiência financeira.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.5/6 e Curriculum Vitae
(2) Comitê de Auditoria	A empresa possui um comitê de auditoria.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.1 e 12.7/8
	Todos os membros da comissão de auditoria são administradores não executivos.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.7/8
	O presidente do comitê de auditoria é um diretor independente.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.7/8
	O comitê de auditoria tem pelo menos um membro com experiência em finanças (contador qualificado ou outro profissional financeiro com experiência em assuntos financeiros e contábeis).	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.5/6. Resumo do CV do membro do conselho.
	O tamanho do comitê de auditoria é de pelo menos três membros.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.7/8
(3) Auditoria Interna e externa	A empresa emprega uma das grandes firmas de auditoria.	Formulário de Referência - Item 2. Subitem 2.1/2
	As informações sobre os honorários de auditoria são fornecidas nos relatórios anuais da empresa.	Formulário de Referência - Item 2. Subitem 2.1/2
	As informações sobre os serviços de não auditoria realizados pela empresa de auditoria e seus honorários são fornecidas nos relatórios anuais da empresa.	Formulário de Referência - Item 2. Subitem 2.1/2
	A empresa de auditoria do ano em curso é diferente do ano anterior (há rotação de auditoria).	Formulário de Referência - Item 2. Subitem 2.1/2. Demonstrações Financeiras - Pareceres e Declarações - Relatório do Auditor Independente.
(4) Comitê de risco	O presidente do comitê de risco - <i>Chief Risk Officer</i> (CRO) - responsável pela gestão de risco em toda a empresa está presente dentro da empresa.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.7/8
	Uma empresa tem um comitê de risco dedicado ou uma divisão de gestão de risco encarregada exclusivamente de monitorar e gerenciar os riscos dentro da empresa.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.1
	A comissão de risco é composta apenas por administradores não executivos.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.7/8
	O comitê de risco é composto por um mínimo de três membros.	Formulário de Referência - Item 12. Subitem 12.7/8

Nota: Adaptado de Elzahaby (2021).

Para realizar o cálculo do IQGC de cada empresa, utilizou-se a metodologia proposta por Elzahaby (2021). Para cada um dos itens dos atributos de GC atribuiu-se 1 caso constatou-se a presença/aderência do atributo ou item; e atribuiu-se 0 para a ausência/não aderência do mesmo, sendo uma variável binária (dicotômica) o resultado de cada item analisado conforme a Tabela 2. Após a coleta das informações de cada uma das quatro categorias de GC, realizou-se a soma, com vistas a formar o índice final de qualidade da GC. Aquelas empresas que obtiverem pontuações máximas no IQGC possuem boa qualidade de GC, por sua vez, pontuações baixas revelam o contrário. Um valor máximo de 19 foi atribuído às empresas em conformidade com todas as quatro categorias analisadas.

### 3.3 Procedimentos de Análise dos Dados

Conforme a Tabela 1, foram elaboradas três equações para as regressões de dados em painel, baseadas no modelo de Francis e Schipper (1999), Collins et al. (1997), Francis et al. (2004) e Bushman et al. (2004), para a relevância das informações contábeis. A primeira equação visa analisar a influência do Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC) na relevância das informações contábeis e busca apresentar os resultados para a primeira hipótese proposta (H1):

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EARN_{it} + \alpha_2 \Delta EARN_{it} + \alpha_3 IQGC + \alpha_4 TAM + \alpha_5 ALA + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad (1)$$

A segunda equação incluiu no modelo original de relevância das informações contábeis, a variável de divulgação ESG geral. Destaca-se que esta equação visa evidenciar os resultados da segunda hipótese (H2):

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EARN_{it} + \alpha_2 \Delta EARN_{it} + \alpha_3 ESG + \alpha_4 TAM + \alpha_5 ALA + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad (2)$$

Na sequência, procedeu-se um teste de sensibilidade (equação 3), com vistas a evidenciar os efeitos individuais das divulgações ESG: ambiental, social e de governança na relevância das informações contábeis.

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EARN_{it} + \alpha_2 \Delta EARN_{it} + \alpha_3 AMB + \alpha_4 SOC + \alpha_5 GOV + \alpha_6 TAM + \alpha_7 ALA + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad (3)$$

Para a análise dos resultados realizou-se inicialmente a *winsorização* das variáveis a 1%, para evitar os efeitos de possíveis *outliers* na amostra. Posteriormente, procedeu-se a estatística descritiva, a verificação de correlação entre as variáveis e a regressão de dados em painel com erros-padrão robustos e com controle de efeitos fixos de ano e de setor, por meio do *software* Stata®. Para a operacionalização da regressão, os pressupostos de normalidade, multicolineariedade, autocorrelação e heterocedasticidade dos dados foram verificados.

## 4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatística Descritiva e Correlação

Na primeira etapa de análise dos dados foi realizada a estatística descritiva das variáveis e a correlação. Na sequência, para analisar os efeitos da qualidade da GC e do ESG no retorno das ações das empresas do IBrX-100, procedeu-se à regressão de dados em painel. Na Tabela 3 evidenciam-se os resultados da estatística descritiva.

De acordo com a Tabela 3, dentre os resultados encontrados destaca-se a variável IQGC, pois apresentou-se positiva com média de 11,34, o que permite considerar que as empresas adotam mais da metade dos mecanismos de GC analisados. Além disso, a variável ESG evidenciou uma média de 0,565, que representa o nível de adoção dos pilares ESG para as companhias da amostra.

Quanto às variáveis de divulgação ambiental (AMB), social (SOC) e governança (GOV), ao apresentarem pontuações médias de 0,526, 0,586 e 0,571, respectivamente, evidenciam o relevante *score* obtido pelas empresas nos três pilares, o que demonstra que as dimensões ESG estão sendo incorporadas aos propósitos do negócio e tendem a gerar vantagem competitiva (Taliento et al., 2019), pois empresas com divulgação ESG superior são consideradas mais confiáveis pelos investidores (Cahan et al., 2015).

**Tabela 3***Resultados da estatística descritiva*

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RET	250	-1,430	6,800	-0,00005	1,420
EARN	250	1,602	2,064	-6,041	1,440
ΔEARN	250	0,151	0,983	-0,520	8,121
IQGC	250	11,34	3,030	2	17
ESG	250	0,565	0,173	0,06	0,87
AMB	250	0,526	0,235	0,01	0,91
SOC	250	0,586	0,217	0,05	0,94
GOV	250	0,571	0,181	0,13	0,90
TAM	250	7,403	0,472	6,097	8,934
ALA	250	0,623	0,209	0,213	1,434

Dentre os pilares, destaca-se que o fator social das empresas da amostra, ao apresentar média de 0,586, indica que estas empresas estão, em média, com pontuações acima da metade da pontuação total. Em relação às variáveis de controle tamanho (TAM) e alavancagem (ALA), constata-se que as empresas analisadas são relativamente de grande porte e com um percentual de endividamento acima de 50%.

Na Tabela 4 apresenta-se os resultados da correlação entre as variáveis.

**Tabela 4***Resultados da correlação de Spearman*

Var.	RET	EARN	ΔEARN	IQGC	ESG	AMB	SOC	GOV	TAM	ALA
RET	1									
EARN	0,120*	1								
ΔEARN	-0,073	0,046	1							
IQGC	0,103	-0,037	-0,111	1						
ESG	0,333*	0,097	-0,232*	-0,049	1					
AMB	0,307*	0,069	-0,209*	-0,064	0,856*	1				
SOC	0,344*	0,130*	-0,253*	0,108	0,889*	0,732*	1			
GOV	0,031	0,017	0,002	0,169*	0,524*	0,180*	0,244*	1		
TAM	0,348*	0,253*	-0,214*	0,020	0,392*	0,445*	0,426*	0,026	1	
ALA	0,125*	-0,118	-0,0492	0,113	0,211*	0,224*	0,194*	0,111	0,166*	1

Nota: (\*) A correlação é significativa no nível de 1%.

De acordo com os resultados da Tabela 4, identifica-se a existência de correlação entre a variável dependente e as independentes do modelo ao nível de 1% de significância. Os resultados demonstram que a variável dependente retorno das ações (RET) se correlaciona de forma positiva e significativa com a variável lucro (EARN), e positiva e significativamente com a divulgação ESG (geral), ambiental (AMB) e social (SOC). Ao analisar os três pilares separadamente, este resultado positivo indica que para as empresas da amostra, pertencentes ao mercado brasileiro, os aspectos ambiental e social geram valor agregado e mostram-se relevantes para a estratégia de negócio, pois contribuem para a criação de valor aos acionistas (Miralles-Quirós et al., 2018), por meio de um maior retorno das ações.

Por outro lado, dentre os achados, não houve correlação significativa do retorno das ações (RET) com a variação do lucro líquido (ΔEARN), divulgação de governança (GOV) e o IQGC. Estes achados denotam que o pilar de governança corporativa, que mede o compromisso e a eficácia da empresa com boas práticas de governança e o índice de qualidade da GC, representam um pilar a ser mais observado pelas empresas brasileiras (Miralles-Quirós et al., 2018), pois não se relacionaram com um maior retorno de ações.

Tais constatações foram mais bem exploradas por meio da regressão de dados em painel, conforme apresenta-se na sequência.

## 4.2 Relação entre a Qualidade da GC e a Divulgação ESG na Relevância das Informações Contábeis

Na Tabela 5 apresentam-se os resultados da análise de regressão das equações 1 e 2, que visam dar suporte para as hipóteses propostas no estudo.

**Tabela 5**

*Resultados dos modelos de regressão*

Variáveis	Equação 1 (H1) (Retorno da Ação)		Equação 2 (H2) (Retorno da Ação)	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
Constante	-0,00004	0,043	-0,00003	0,050
EARN	-6,76	0,954	-1,06	0,930
ΔEARN	-3,79	0,001	-3,87	0,000
IQGC	2,14	0,048	-	-
ESG	-	-	1,96	0,165
TAM	4,73	0,048	4,74	0,050
ALA	7,00	0,129	5,20	0,222
R <sup>2</sup>	68,01%		67,75%	
ANOVA	0,0000		0,0000	
VIF médio	≤ 1,54		≤ 2,04	
<i>Durbin Watson</i>	2,0959		2,0940	
EF Setor	Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim	
N. obs.	250		250	

Na equação 1 foram verificados os efeitos do lucro líquido (EARN), da variação do lucro líquido (ΔEARN) e do IQGC no retorno das ações (RET). Os achados revelam que a variação do lucro líquido exerce uma influência negativa e significativa a 1% no retorno das ações, o que permite afirmar que quanto maior a variação do lucro líquido, menor é o retorno das ações. Além disso, os resultados confirmam que o IQGC explica positiva e significativamente (a um nível de 5%) o retorno das ações das empresas do IBrX-100, o que sugere que quanto maior é o IQGC das empresas brasileiras analisadas, maior será o retorno das suas ações.

Os resultados da equação 2, que buscou identificar os efeitos do lucro líquido (EARN), da variação do lucro líquido (ΔEARN) e da divulgação ESG no retorno das ações (RET) revelaram novamente que a variação do lucro líquido influencia negativamente o retorno das ações. Por outro lado, a relação proposta entre ESG (geral) e o retorno das ações não foi confirmada na amostra analisada, visto a não significância estatística desta relação.

A partir da Teoria da Agência, sugere-se que mecanismos eficazes de governança corporativa desempenham um papel importante de monitoramento, capaz de minimizar a propensão dos gestores de se envolverem em comportamentos oportunistas, que por sua vez melhoram a qualidade dos lucros, retornos e reduzem os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1994). Nesse sentido, o IQGC analisado tende a diminuir os conflitos de agência e potencializar o retorno das ações, visto que está direcionado para buscar a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas, fato este que apresenta reflexos no mercado de capitais brasileiro.

De modo geral, os resultados encontrados nesta etapa da análise permitiram comprovar uma relação positiva e significativa do IQGC com o retorno das ações. No entanto, não foi identificada uma relação positiva e significativa entre a divulgação ESG e a relevância das informações contábeis, o que se destaca diferente de outros achados (Beisland & Hamberg, 2013; Cahan et al., 2015; Degenhart et al., 2017).

### 4.3 Teste de Sensibilidade

Para verificar quais aspectos do ESG (ambiental, social e governança) tendem a explicar o retorno das ações das empresas do IBrX-100 analisadas, realizou-se um teste de sensibilidade, conforme a equação 3 do estudo. Os resultados são apresentados na Tabela 6.

A partir da equação 3 foi possível analisar os efeitos de cada um dos aspectos ESG: ambiental (AMB), social (SOC) e governança (GOV) no retorno das ações. Destaca-se que a variação do lucro líquido influenciou negativamente o retorno das ações, o que reforça as análises realizadas nas equações 1 e 2. Por outro lado, dentre os fatores ESG, somente a divulgação social (SOC) influenciou de modo positivo e significativo (5%) o retorno das ações, o que sugere que quanto maior é o investimento das empresas do IBrX-100 em práticas sociais, maior tende a ser o retorno de suas ações.

**Tabela 6**

*Resultados do modelo de regressão – Teste de sensibilidade*

Variáveis	Equação 3 (Retorno da Ação)	
	Coefic.	Sig.
Constante - RET	-0,00003	0,044
EARN	-1,26	0,914
ΔEARN	-3,62	0,001
AMB	-2,86	0,155
SOC	7,52	0,040
GOV	-5,31	0,084
TAM	4,49	0,044
ALA	5,36	0,200
R <sup>2</sup>		69,52%
ANOVA		0,0000
VIF médio		≤ 1,42
Durbin Watson		2,0168
EF Setor		Sim
EF Ano		Sim
N. obs.		250

A divulgação ambiental (AMB) apresentou coeficiente negativo, mas sem significância estatística com o retorno das ações, o que sugere que o *score* ambiental tende a não explicar o retorno das ações das empresas analisadas. Já a divulgação de governança (GOV) apresentou relação significativa a 10%, mas negativa com o retorno das ações, o que indica que as práticas de GC abordadas no conceito ESG nem sempre auxiliam para o aumento do retorno das ações. Para Kim et al. (2014), evitar a divulgação ESG às partes interessadas pode criar barreiras no acesso ao conhecimento das informações da empresa pelos acionistas, fato este que pode ter refletido nos resultados encontrados para o *score* de governança do ESG.

O IQGC, ao impactar positivamente no retorno das ações e, em contraponto, o *score* de governança corporativa do ESG apresentar uma relação negativa (contudo, significativa a 10%), destaca que as variáveis que compõem o IQGC e o *score* de governança diferenciam-se entre si, por isso, pressupõe-se o resultado divergente. O *score* de governança do ESG foca na transparência, ações anticorrupção, conduta corporativa e estratégias de RSC (Khalid et al., 2021) e indica a eficiência das empresas nas funções do conselho, estrutura, remuneração, política, visão e estratégia (Cek & Eyupoglu, 2020). Por outro lado, o IQCG analisado nesta pesquisa foca na estrutura e funções do conselho, comitê de auditoria, auditoria interna e externa e comitê de risco (Elzahaby, 2021), sendo variáveis mais relacionadas à qualidade da informação contábil reportada, o que, conseqüentemente, tende a apresentar efeitos diretos nos lucros das empresas (Elzahaby, 2021).

Outra questão que pode ter impactado nos resultados encontrados para as variáveis IQGC e GOV é o fato das empresas da amostra terem apresentado um mínimo de 0,13 e um máximo de 0,90 no *score* de governança corporativa, enquanto a maioria das empresas cumpre todos os itens

relacionados ao IQGC, visto que a média foi de 11,34 em uma escala de 1 a 19. Este resultado encontrado para a variável GOV corrobora os achados de Cordazzo et al. (2020), que também não evidenciaram efeitos do *score* de governança corporativa na relevância das informações contábeis.

#### 4.4 Discussão dos Resultados

A tríade ambiental, social e governança tem recebido ênfase especial, uma vez que oferece às empresas listadas, uma gama de diretrizes válidas para a integração voluntária de ações ESG nas relações com investidores (Taliento et al., 2019). Dada sua relevância, os resultados encontrados do modelo de regressão que analisa a equação 1 confirmam a hipótese de pesquisa H1, a qual estabelece que há relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e a relevância das informações contábeis.

Este achado revela que quanto maior a qualidade da governança corporativa como um todo, maior será a sua contribuição para elevar os níveis de relevância das informações contábeis das organizações. Este resultado corrobora os argumentos de Almujaed e Alfraih (2020), pois aborda que um conselho de administração forte, assim como mecanismos de governança corporativa estruturados são valorizados pelos tomadores de decisão diante do mercado de ações. Tais características da GC representam informações adicionais que são incorporadas nos modelos de avaliação das empresas. Portanto, em empresas desta pesquisa que possuem um conselho de administração eficaz, que define estratégias, monitora riscos (Gondrige et al., 2012) e tem sua eficiência ampliada por uma divisão de gestão composta por comitês de auditoria e risco, responsáveis por melhorar a governança (Beuren et al., 2013) e monitorar e gerenciar os riscos existentes em suas atividades (Elzahaby, 2021), a tendência é que o retorno das ações seja maior.

Apesar de Aman e Nguyen (2008) considerarem que menores índices de qualidade da GC levam a retorno das ações maiores, por apresentarem maior risco, o presente estudo revelou que o IQGC influenciou de modo positivo e significativo o retorno das ações, considerando que quanto maior o IQGC das empresas analisadas, maior o retorno das ações, o que é coerente com a proposta de que os mecanismos de GC impactam em um maior retorno das ações, oportunizando um baixo risco às empresas (Davis-Friday et al., 2006; Correia et al., 2011). Estes resultados permitem constatar que focar em indicadores que apontam as condições necessárias de uma boa GC e investir em aspectos que melhoram a estrutura de GC nas organizações, sinalizam importantes retornos das ações nas empresas, pois as exigentes condições empresariais requerem a melhoria contínua do potencial de GC (Marin et al., 2021). Assim, a divulgação de boas práticas de GC estimula a concorrência saudável entre as companhias, fato que impacta nas decisões de investidores (Bokpin, 2013).

Para que os investidores tomem decisões com segurança nas informações contábeis que são divulgadas, é necessário que os sistemas contábeis estejam alinhados com os mecanismos de GC, o que pode impactar positivamente no preço das ações (Davis-Friday et al., 2006; Shan, 2015). Neste sentido, como condições essenciais para uma boa governança, relatórios de sustentabilidade e a qualidade das informações são levadas em consideração pelos investidores, evidenciando como as empresas estão dando atenção às consequências sociais e ambientais de suas atividades (Nekhili et al., 2017), o que, conseqüentemente, impacta significativamente o retorno das ações e o potencial valor de mercado (Setyahuni, & Handayani, 2020).

Neste contexto, na equação 2, a variável de divulgação ESG (geral) não apresentou efeitos significativos na relevância das informações contábeis, o que permite rejeitar a hipótese de pesquisa H2, de que há relação positiva entre a divulgação ESG e a relevância das informações contábeis. Estes achados divergem de evidências encontradas na literatura, as quais destacam que a divulgação da RSC pode afetar o valor da empresa, ampliando as perspectivas em relação ao retorno das ações (Cahan et al., 2015; Degenhart et al., 2017). Empresas com alto desempenho sustentável e que adotam práticas voltadas para a RSC apresentam maior relevância de valor (Baboukardos, & Rimmel, 2016; Degenhart et al., 2017).

Nesse sentido, ao contrário de estudos que confirmaram uma relação positiva entre RSC e o retorno das ações de empresas brasileiras (Degenhart et al., 2017), não foi possível confirmar esta relação proposta neste estudo. Por outro lado, este resultado converge com os achados de Cordazzo et al. (2020). Desse modo, torna-se necessário analisar outros aspectos que influenciam ou moderam esta relação, tendo em vista que o ESG nem sempre é discutido neste contexto (Miralles-Quirós et al., 2018).

Nessa perspectiva, os achados da equação 3 relativos ao teste de sensibilidade, que objetivou analisar os efeitos dos aspectos ambientais, sociais e de governança de maneira individualizada no retorno das ações, apresentou resultados distintos para cada dimensão. As divulgações ambientais e de governança não apresentaram influência positiva no retorno das ações. Embora esses resultados sejam conflitantes com a literatura, algumas implicações emergem em detrimento desses achados. Dentre estas, a divulgação ESG ampara a confiança do investidor, desse modo, políticas de governança corporativa devem ser desenvolvidas juntamente com as práticas de divulgação (Bokpin, 2013), pois comunicar o compromisso com a RSC em todas as suas dimensões é considerado positivo para as partes interessadas (Nekhili et al., 2017), constatando o atendimento dessas ações por parte da empresa.

Os resultados encontrados para as divulgações ambientais e de governança evidenciam que o mercado não valoriza de forma significativa os três pilares ESG em conjunto (Miralles-Quirós et al., 2018). Dentre as possíveis razões para a falta de significância do aspecto ambiental, está o fato de que as informações ambientais podem ser extraídas de relatórios de sustentabilidade e não exatamente de divulgação de uma pontuação ambiental, o que denota uma dificuldade para os investidores em identificar a materialidade financeira entre o uso de recursos ambientais com a estratégia e risco de negócios (Jadoon et al., 2021). Para Jadoon et al. (2021), o desempenho ambiental também se mostrou irrelevante para investidores no que tange a melhorias na avaliação das empresas, conforme também evidenciado nesta pesquisa.

Com relação à dimensão governança do ESG, os resultados são contraditórios ao que revela a literatura, pois este aspecto evidencia como as empresas são gerenciadas e controladas, com o intuito de fornecer transparência em sua gestão de riscos e relatórios financeiros, o que demonstra sua importância na sustentabilidade corporativa, ao alinhar os interesses de investidores com o da organização (Jadoon et al., 2021). Além disso, a dimensão governança constitui o microambiente administrativo em que se formam as demais dimensões sociais e ambientais, que são observadas pela companhia (Taliento et al., 2019), o que destaca sua importância no cenário organizacional.

Em relação ao aspecto social do ESG, que estabelece o desempenho da organização centrado em questões como direitos humanos, sociedade e fornecedores em geral (Khalid et al., 2021), este mostrou-se positivo e significativo com o retorno das ações. Este resultado revela que quanto mais a empresa está envolvida com questões internas (colaboradores) e externas (sociedade), melhor esta organização é visualizada no mercado de capitais e este fato tende a refletir no *value relevance*.

Nesse sentido, dentre os fatores ESG, somente o desempenho social influenciou de modo positivo e significativo o *value relevance*, demonstrando que quanto maior é o investimento das empresas do IBRX-100 em práticas sociais, maior será o retorno de suas ações. Este resultado se difere de achados evidenciados na literatura com outras amostras, ao considerar que nem sempre o desempenho social irá promover um retorno positivo das ações (Machdar, 2017). Por outro lado, tais achados corroboram Ahmed et al. (2017), ao considerar que quando há maior divulgação de informações quanto ao desempenho social, há um aumento no valor das ações.

Esta evidência revela a importância para investidores brasileiros da implementação de políticas de Responsabilidade Social Corporativa, pois estas tendem a elevar o desempenho de sustentabilidade, tornando-o mais forte e consolidado, o que proporciona vantagem estratégica e geração de valor no mercado acionário (Miralles-Quirós et al., 2018). Observa-se, portanto, que os investidores exercem considerável influência na estratégia de sustentabilidade das empresas listadas em que investem (Miralles-Quirós et al., 2018).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A criação de valor sustentável que engloba as dimensões ambiental, social e governança tem representado uma busca essencial para o desenvolvimento sustentável e que tem mudado o papel das corporações na atualidade, o que demonstra que a visão tradicional das companhias de apenas criar valor para os acionistas modificou-se ao longo do tempo (Jadoon et al., 2021).

Nesse contexto, esta pesquisa contribui para a literatura ao analisar relações incipientes que versam sobre os efeitos da qualidade da GC e da divulgação ESG na relevância das informações contábeis de empresas brasileiras pertencentes ao IBrX-100, apresentando significativas implicações teóricas e práticas gerenciais para este campo de estudo.

Dentre as contribuições teóricas, esta pesquisa impulsiona importantes discussões acadêmicas sobre os impactos da qualidade da GC no *value relevance*, uma vez que destaca o significativo papel dos constructos considerados para a formação do IQGC, relevantes para o aumento da eficiência (Marin et al., 2021) e para assegurar o cumprimento de bons mecanismos de governança. Neste sentido, o estudo permitiu compreender uma nova perspectiva quanto a análises de diferentes mecanismos de GC e da divulgação ESG no retorno das ações das empresas que possuem maior índice de negociação de ações do Brasil.

Além disso, as evidências deste estudo mostram-se relevantes para pesquisas futuras que abarcam sustentabilidade corporativa, assim como para as demais partes interessadas no desempenho de sustentabilidade (Jadoon et al., 2021), como acionistas, reguladores e formuladores de políticas ao emitir regras para relatórios ESG, pois os resultados revelam a importância da transparência em termos de valor (Aureli et al., 2020), além de auxiliar a gestão das empresas ao valorar seu papel de sustentabilidade corporativa diante da tomada de decisões de investimento por parte dos investidores (Jadoon et al., 2021).

Observa-se que, apesar de as dimensões ESG agrupadas não contribuírem com o aumento do retorno das ações, a análise individualizada dos aspectos ambiental, social e de governança possibilitaram visualizar que a divulgação social se mostra como fator relevante, que tende a contribuir com melhores retornos de ações. Uma vez que o mercado tem se mostrado atento às informações ESG, os achados incentivam maiores níveis de conscientização acerca da sustentabilidade corporativa (Aureli et al., 2020). Por meio destes resultados, denota-se que as práticas ESG carecem de ser mais incentivadas nas organizações, dado que os benefícios em se investir nesses aspectos apresentam-se como potenciais oportunidades de criação de valor para a companhia. Bokpin (2013) destaca que o estágio de desenvolvimento do mercado pode ser fator mediador que impacta nos níveis de divulgação corporativa sobre os preços das ações.

Como implicações práticas e gerenciais, a pesquisa apresenta importantes incentivos para que as organizações contemplem em sua estrutura de governança mecanismos eficazes que proporcionem maiores níveis de retorno das ações a longo prazo. Contar com um sistema de GC de qualidade é um requisito básico para o crescimento sustentável das companhias (Marin et al., 2021), além do fato que empresas que possuem melhor estrutura de governança divulgam relatórios financeiros com uma qualidade superior em relação às demais (Almujamed & Alfrah, 2020). Dessa forma, é oportuno que as empresas considerem a importância dos indicadores de divulgação social em benefícios econômicos, voltados ao *value relevance* (Aureli et al., 2020).

Além disso, as práticas ESG podem ser mais bem observadas pelos gestores, com o intuito de fortalecer suas relações com os *stakeholders*, demonstrando sua preocupação com questões ambientais, sociais e de governança. De modo geral, os benefícios estendem-se ao mercado de capitais, pois as evidências encontradas influenciam percepções externas de investidores a respeito da relação positiva encontrada para o retorno das ações, o grau de envolvimento das organizações com os aspectos sociais do ESG e o alcance de padrões mais elevados de sua estrutura de governança, proporcionando uma visão de maior valor no mercado acionário. Portanto, as evidências sugerem a

investidores que busquem a sustentabilidade de longo prazo e incluam as informações ESG em suas decisões de alocações de recursos (Aureli et al., 2020).

Embora os resultados revelem efeitos importantes da divulgação social do ESG e da qualidade da GC para aumentar a relevância das informações contábeis, esta pesquisa apresenta algumas limitações que são singulares a amostra analisada, visto que abordou um cenário peculiar reservado às empresas brasileiras pertencentes ao índice Brasil 100 (IBrX 100) da B3, que continham todas as informações necessárias no período analisado. Desta forma, os resultados não podem ser generalizados para as demais empresas brasileiras, sendo necessárias, à medida que mais dados ESG são disponibilizados pelas companhias, pesquisas que visam a replicação apropriada do estudo, contemplando maior número de empresas e um horizonte temporal maior.

Outras variáveis que podem fornecer referencial explicativo adicional para os elementos de análise deste estudo, configuram-se como novas oportunidades de pesquisa. Assim, sugere-se a inclusão de novos elementos constituintes da GC e de variáveis de mercado que possam interferir no *value relevance* das empresas.

## REFERÊNCIAS

- Abdeljawad, I., Oweidat, G. A., & Saleh, N. M. (2020). Audit committee versus other governance mechanisms and the effect of investment opportunities: evidence from Palestine. *Corporate Governance*, 20(3), 527-544. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2019-0185>
- Achim, M.-V., & Borlea, S. N. (2014). The assessment of corporate governance system quality in the Romanian sectors. *Procedia Economics and Finance*, 15, 617-625. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00530-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00530-9)
- Aktan, B., Turen, S., Tvaronavičienė, M., Celik, S., & Alsadeh, H. A. (2018). Corporate governance and performance of the financial firms in Bahrain. *Polish Journal of Management Studies*, 17(1), 39-58. <https://bibliotekanauki.pl/articles/406241>
- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2018). Does corporate governance quality affect default risk? The role of growth opportunities and stock liquidity. *International Review of Economics & Finance*, 58, 422-448. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.05.003>
- Almujamed, H. I., & Alfraih, M. M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information. *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249-262. <https://doi.org/10.1108/IJOES-08-2019-0140>
- Aman, H., & Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms?. *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 647-662. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2008.05.001>
- Ahmed, S. U., Abdullah, M., & Ahmed, S. P. (2017). Linkage between corporate social performance and stock return: an evidence from financial sector of Bangladesh. *The Journal of Developing Areas*, 51(2), 287-299.
- Aras, G., Tezcan, N., & Kutlu Furtuna, O. (2018). The value relevance of banking sector multidimensional corporate sustainability performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1062-1073. <https://doi.org/10.1002/csr.1520>
- Aureli, S., Gigli, S., Medei, R., & Supino, E. (2020). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 43-52. <https://doi.org/10.1002/csr.1772>
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2016). Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 437-452. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004>
- Badu, B., & Appiah, K. O. (2018). Value relevance of accounting information: An emerging country perspective. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 14(4), 473-491. <https://doi.org/10.1108/JAOC-07-2017-0064>
- Baioco, V. G., & Almeida, J. E. F. D. (2017). Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 229-248. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>

- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-2), 77-104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Beisland, L. A., & Hamberg, M. (2013). Earnings sustainability, economic conditions and the value relevance of accounting information. *Journal of Management*, 29(3), 314-324. <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2013.02.001>
- Beuren, I. M., Nass, S., Theiss, V., & Cunha, P. R. Da. (2013). Caracterización propuesta para el comité de auditoría en el código de gobernanza corporativa del Brasil y de otros países. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(4), 409-425.
- Bokpin, G. A. (2013). Determinants and value relevance of corporate disclosure: Evidence from the emerging capital market of Ghana. *Journal of Applied Accounting Research*, 14(2), 127-146. <https://doi.org/10.1108/09675421311291883>
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167-201. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.005>
- Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2015). Are CSR disclosures value relevant? *European Accounting Review*, 25(3), 579-611. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>
- Cek, K., & Eyupoglu, S. (2020). Does environmental, social and governance performance influence economic performance? *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1165-1184. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12725>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Cordazzo, M., Bini, L., & Marzo, G. (2020). Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3470-3483. <https://doi.org/10.1002/bse.2589>
- Correa-García, J. A., García-Benau, M. A., & García-Meca, E. (2020). Corporate governance and its implications for sustainability reporting quality in Latin American business groups. *Journal of Cleaner Production*, 260(1), 121-142. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.121142>
- Correia, L. F., Amaral, H. F. & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 101076. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Davis-Friday, P. Y., Eng, L. L., & Liu, C. S. (2006). The effects of the Asian crisis, corporate governance and accounting system on the valuation of book value and earnings. *International Journal of Accounting*, 41(1), 22-40. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2005.12.002>
- De Klerk, M.; de Villiers, C.; van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, 27(2), 208-228.
- De Nicolò, G., Laeven, L., & Ueda, K. (2008). Corporate governance quality: Trends and real effects. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 198-228. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.10.002>
- Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). Relevância das informações contábeis e a responsabilidade social corporativa de empresas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 14(3), 157-168. <https://doi.org/10.4013/base.2017.143.01>
- Elshandidy, T. (2014). Value relevance of accounting information: Evidence from an emerging market. *Advances in Accounting*, 30(1), 176-186. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.007>
- Elshandidy, T., & Zheng, C. (2021). The value relevance of risk-related disclosure: Does the tone of disclosure matter?. *Borsa Istanbul Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.014>
- Elzahaby, M. A. (2021). How firms' performance mediates the relationship between corporate governance quality and earnings quality? *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 11(2), 278-311. <https://doi.org/10.1108/JAEE-09-2018-0100>
- Francis, J. & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(1), 319-352. <https://doi.org/10.2307/2491412>

- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P. M., Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gondrige, E. O., Clemente, A., & Espejo, M. M. S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9(3), 72-95.
- Holtz, L., & Sarlo, A. (2014). Efeitos das características do conselho de administração sobre a qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 255-266. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201412010>
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411-432. [10.1007/s10551-016-3099-5](https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5)
- Jadoon, I. A., Ali, A., Ayub, U., Tahir, M., & Mumtaz, R. (2021). The impact of sustainability reporting quality on the value relevance of corporate sustainability performance. *Sustainable Development*, 29(1), 155-175.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1994). Self-interest, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 40-45. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00404.x>
- Jiraporn, P., Kim, J.-C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services. *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 208-221. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.10.014>
- Kalantonis, P., Delegkos, A. E., Sotirchou, E., & Papagrigoriou, A. (2021). Modern business development and financial reporting: Exploring the effect of corporate governance on the value relevance of accounting information. *Operational Research*, 1-19. [10.1007/s12351-021-00637-2](https://doi.org/10.1007/s12351-021-00637-2)
- Katmon, N., Mohamad, Z. Z., Norwani, N. M., & Al Farooque, O. (2019). Comprehensive board diversity and quality of corporate social responsibility disclosure: Evidence from an emerging market. *Journal of Business Ethics*, 157(2), 447-481. [10.1007/s10551-017-3672-6](https://doi.org/10.1007/s10551-017-3672-6)
- Khalid, F., Sun, J., Huang, G., & Su, C. Y. (2021). Environmental, social and governance performance of Chinese multinationals: A comparison of state-and non-state-owned enterprises. *Sustainability*, 13(7), 4020. <https://doi.org/10.3390/su13074020>
- Khidmat, W., Wang, M., & Awan, S. (2018). Corporate governance, earnings management and the value-relevance of accounting information: Evidence from Pakistan. *International Journal of Financial Engineering*, 5(3), 1850025. <https://doi.org/10.1142/S2424786318500251>
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>
- Koroleva, E., Baggieri, M., & Nalwanga, S. (2020). Company performance: Are environmental, social, and governance factors important. *International Journal of Technology*, 11(8), 1468-1477. <https://doi.org/10.14716/ijtech.v11i8.4527>
- Lee, G., & Masulis, R. W. (2009). Seasoned equity offerings: Quality of accounting information and expected flotation costs. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 443-469. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.010>
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.102>
- Lu, J., & Wang, J. (2021). Corporate governance, law, culture, environmental performance and CSR disclosure: A global perspective. *Journal of International Financial Markets*, 70, 101264. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101264>
- Machdar, N. M. (2017). Corporate financial performance, corporate environmental performance, corporate social performance and stock return. *Journal of Management and Entrepreneurship*, 19(2), 118-124. <https://doi.org/10.9744/jmk.19.2.118-124>
- Marin, S., Tešić, R., & Šušić, M. (2021). Quality of corporate governance: Contribution to improving companies performance in Bosnia and Herzegovina. *Journal of Process Management*, 9(2), 19-33. <https://doi.org/10.5937/jouproman9-31794>

- Mechelli, A., & Cimini, R. (2019). Corporate governance, legal systems and value relevance of fair value estimates. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 48(2), 203-223. <https://doi.org/10.1080/02102412.2018.1471309>
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Najamuddin, Y., Laraswati, L., Arifin, J., Meidawati, N., & Kholid, M. N. (2022). Corporate governance mechanism and profitability: A special assessment on the board of commissioners and audit committee. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 11(4), 239-245.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076>
- Rahman, M. M., & Khatun, N. (2017). Quality of corporate governance: A review from the literature. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 4(1), 59-66. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2017.vol4.no1.59>
- Refinitiv. *Pontuações de ESG*. [s. d]. <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores#methodology>.
- Sami, H., & Zhou, H. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *International Journal of Accounting*, 39(4), 403-427. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.08.001>
- Setyahuni, S. W., & Handayani, R. S. (2020). On the value relevance of information on environmental, social and governance (ESG): An evidence from Indonesia. *Journal of Critical Reviews*, 7(12), 50-58. <http://dx.doi.org/10.31838/jcr.07.12.09>
- Shan, Y. G. (2015). Value relevance, earnings management and corporate governance in China. *Emerging Markets Review*, 23, 186-207. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.04.009>
- Taliento, M., Favino, C., & Netti, A. (2019). Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate “Sustainability Advantage” from Europe. *Sustainability*, 11(6), 1738. <https://doi.org/10.3390/su11061738>
- Tchuigoua, H. T. (2015). Determinants of the governance quality of microfinance institutions. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 58, 32-43. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.02.011>
- Trinh, V. Q., Elnahass, M., & Cao, N. D. (2021). The value relevance of bank cash holdings: The moderating effect of board busyness. *Journal of International Financial Markets*, 73, 101359. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101359>
- Zhou, M., Li, K., & Chen, Z. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101652. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101652>