

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JALBAS LUSTOSA PIRES FILHO

**TRANSPARÊNCIA CORPORATIVA E DESEMPENHO ESG: EVIDÊNCIAS DE
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

RECIFE

2025

JALBAS LUSTOSA PIRES FILHO

**TRANSPARÊNCIA CORPORATIVA E DESEMPENHO ESG: EVIDÊNCIAS DE
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências da Universidade Federal de Pernambuco – UFPE, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador(a): Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins

RECIFE

2025

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Pires Filho, Jalbas Lustosa.

TRANSPARÊNCIA CORPORATIVA E DESEMPENHO ESG:
EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS LISTADAS NA B3 / Jalbas Lustosa Pires
Filho. - Recife, 2025.

50 : il., tab.

Orientador(a): Vinícius Gomes Martins

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de
Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Ciências Contábeis -
Bacharelado, 2025.

Inclui referências.

1. ESG. 2. Transparência corporativa. 3. Governança. 4. Sustentabilidade.
5. B3. I. Martins, Vinícius Gomes . (Orientação). II. Título.

300 CDD (22.ed.)

JALBAS LUSTOSA PIRES FILHO

**TRANSPARÊNCIA CORPORATIVA E DESEMPENHO ESG: EVIDÊNCIAS DE
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Curso de Ciências Contábeis da
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE,
como requisito parcial para obtenção do grau
de Bacharel em Ciências Contábeis.

Recife, 15 de agosto de 2025.

Prof^a.Dr^a. Christianne Calado Vieira de Melo Lopes
Coordenador do Curso
Banca Examinadora:

Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins
Orientador
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Dr. Giuseppe Trevisan Cruz
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Dr. Mamadou Dieng
Universidade Federal de Minas Gerais

Este trabalho é dedicado aos meus colegas de classe, minha companheira, meus familiares e aos meus queridos pais.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por ter me ajudado a superar todos os obstáculos encontrados ao longo do curso, e por me conceder saúde, discernimento e forças para concluir este trabalho.

Ao meu pai, *Jalbas Lustosa Pires (in memoriam)*, por toda a dedicação em vida à minha formação humana e acadêmica, a quem dedico este trabalho.

À minha mãe, Ivonete Ferreira Leite Lustosa, que sempre esteve ao meu lado com amor incondicional, apoio e palavras de incentivo ao longo de toda a minha vida e trajetória acadêmica.

À minha companheira, Ana Lira, pela compreensão, carinho e paciência demonstrada durante todo o período deste projeto.

Ao professor Vinícius Gomes Martins, por me orientar neste trabalho, com dedicação, compromisso e contribuições que foram fundamentais para o desenvolvimento desta pesquisa.

Aos meus tios — *Oneide, Airon, Sandoval, Dinarte (In memoriam)*, Fábio, Lúcia, Vilene, Ivan, Irleda, Cássio e Elzenir — que sempre torcerem por mim em cada etapa da minha trajetória por quem tenho profundo carinho e imensa gratidão.

Agradeço também aos meus irmãos, Thaís e Yuri, e aos meus primos, por todo o carinho, apoio e presença constante nos momentos em que mais precisei.

Aos amigos que fizeram parte desta caminhada, sejam aqueles com quem compartilhei a sala de aula ou aqueles que estiveram ao meu lado em outros momentos da vida, meu agradecimento pela presença nas horas de dificuldade e nas conquistas.

Aos colegas de trabalho da Assembleia Legislativa de Pernambuco (ALEPE), com quem tive a honra de conviver e aprender, e que também contribuíram para minha formação pessoal e profissional.

Aos professores do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE), pela excelência técnica e pelos ensinamentos que levarei para toda a vida profissional.

Agradeço aos colegas de estágio e aos supervisores — Antônio Rufino (Ávem Brasil) e Larissa Amorim (Methodus Contabilidade) — pela compreensão, pelo aprendizado e pelo incentivo ao longo desta caminhada.

Por fim, a todos que contribuíram direta ou indiretamente para a realização deste trabalho, deixo aqui minha mais sincera gratidão.

O profissional da Contabilidade deve estar a serviço da prosperidade, mas, desde que esta não se afaste de um valor de humanidade, de um poder competente para respeitar o homem. Por mais poderosa que seja a riqueza, ela não consegue para sempre se alicerçar no mal.”

(LÓPES DE SÁ, [s.d.])

RESUMO

Este estudo analisou a relação entre transparência corporativa e desempenho ESG (Environmental, Social and Governance) em empresas listadas na B3 entre 2011 e 2024. A transparência foi mensurada com base no recebimento do Troféu Transparência ANEFAC, e o desempenho ESG por meio dos *scores* fornecidos pela base Refinitiv (LESG). A metodologia combinou modelos de regressão com efeitos fixos e o método *Propensity Score Matching* (PSM), controlando por variáveis como tamanho, endividamento, rentabilidade e setor. Os resultados indicaram que empresas premiadas apresentaram desempenho ESG significativamente superior, com destaque para a questão socioambiental. No quesito Governança o método PSM foi mais expressivo. A diferença média associada à premiação foi de 8,91 pontos no ESG Score agregado ($p < 0,01$), sendo também positivo e significativo nos pilares ambiental, social e de governança. Conclui-se que a transparência contábil está associada a melhores práticas de sustentabilidade corporativa, reforçando seu papel estratégico na criação de valor e na confiança de investidores.

Palavras-chave: ESG. Transparência corporativa. Governança. Sustentabilidade. B3.

ABSTRACT

This study analyzed the relationship between corporate transparency and ESG (Environmental, Social, and Governance) performance in companies listed on B3 between 2011 and 2024. Transparency was measured based on receipt of the ANEFAC Transparency Trophy, and ESG performance was measured using scores provided by the Refinitiv database (LESG). The methodology combined fixed-effects regression models and the Propensity Score Matching (PSM) method, controlling for variables such as size, debt, profitability, and sector. The results indicated that award-winning companies demonstrated significantly superior ESG performance, with a particular focus on socio-environmental issues. In terms of governance, the PSM method was more significant. The average effect of the award was 8.91 points on the aggregate ESG Score ($p < 0.01$), and it was also positive and significant in the environmental, social, and governance pillars. It is concluded that accounting transparency is associated with better corporate sustainability practices, reinforcing its strategic role in creating value and investor confidence.

Keywords: Transparency. ESG. Corporate governance. Brazil. Financial disclosure.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Diferença média do consolidado e por pilar	26
Gráfico 2 - Médias dos scores ESG por Grupo de Transparência	27
Gráfico 3 - Médias e Desvios dos scores ESG	28
Gráfico 4 - Média do ESG por setor e Grupo de transparência	29
Gráfico 5 – Associação entre Transparência e o Desempenho ESG por Pilar	32
Gráfico 6 - Estimador PSM	34
Gráfico 7 - Evolução do Score ESG	36
Gráfico 8 - Evolução Social ESG.....	37
Gráfico 9 - Evolução Governança ESG	38
Gráfico 10 - Evolução Ambiental ESG	38
Gráfico 11 - Média de pontuação nos métodos de efeito fixos e PSM.....	40

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - (0) = Controle (1) = Tratadas.....	26
Tabela 2 - Resultados dos dados em painel	31
Tabela 3 - Resultados do PSM por Indicador ESG.....	33

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	JUSTIFICATIVA	14
3	OBJETIVOS	15
3.1	Objetivo geral.....	15
3.2	Objetivos específicos	15
4	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
4.1	Transparência corporativa a partir da Teoria Da Agência.....	15
4.2	Desempenho ESG	19
4.3	Teoria Institucional	21
5	DESENHO DA PESQUISA	23
6	RESULTADOS	26
6.1	Estatísticas descritivas	26
6.1.1	Análise setorial	29
6.2	Resultados dos modelos de dados em painel com efeitos fixos e erros padrão clusterizados.....	31
6.3	Resultados para o estimador PSM (Propensity Score Matching)	33
6.4	Análises descritivas adicionais.....	35
7	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	39
8	CONCLUSÃO	41
	REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

As práticas de ESG (sigla *Environmental, Social, and Governance* - Ambiental, Social e Governança), tornaram-se centrais para a sustentabilidade empresarial no cenário global, impulsionadas pela crescente pressão de consumidores, investidores, reguladores e sociedade civil, que demandam maior responsabilidade socioambiental e transparência (DE SOUZA; CARLINI; REZENDE, 2024). Sob a ótica das teorias institucional, da legitimidade e da sinalização, as empresas adotam práticas ESG como forma de alinhar-se às expectativas dos *stakeholders* e mitigar riscos reputacionais. Além disso, essa demanda pode ser corroborada por análises que indicam o crescente peso do desempenho ESG nas decisões dos investidores: nove em cada dez investidores avaliam o referido indicador nas decisões de investimento e, para muitos deles, as empresas que se destacam em ESG são percebidas como menos arriscadas e mais preparadas para o longo prazo¹.

Dentre os pilares ESG, a governança corporativa — especialmente por meio de padrões de transparência — destaca-se como fator essencial para fortalecer a confiança do mercado e melhorar a qualidade da informação disponível. Evidências empíricas demonstram que a divulgação de práticas de governança contribui para a redução da assimetria informacional, reforçando a credibilidade institucional e ampliando a eficiência dos mercados de capitais (DEGENHART; MAINARDI; HAUSCHILDT, 2024). Nesse contexto, a transparência corporativa não deve ser vista apenas como uma obrigação regulatória, mas também como um diferencial competitivo capaz de atrair investidores, fortalecer a confiança e promover a sustentabilidade dos negócios no longo prazo².

A questão central deste estudo é investigar se a divulgação de informações ESG reflete a transparência efetiva das empresas ou se atua como estratégia simbólica de legitimidade — o chamado *greenwashing*³, em que a comunicação não corresponde às práticas reais. Estudos como os de Delmas e Burbano (2011) e Duarte et al. (2024) evidenciam que mecanismos de governança podem reduzir a probabilidade de divulgação enganosa de resultados, sugerindo que empresas com governança sólida tendem a alinhar *disclosure* e práticas efetivas.

¹ Fonte: https://www.ey.com/en_gl/insights/assurance/why-esg-performance-is-growing-in-importance-for-investors

² Fonte: IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2023.

³ **Greenwashing** refere-se à prática de divulgar ou comunicar ações ambientais e sustentáveis de forma enganosa, exagerada ou falsa, com o objetivo de melhorar a imagem da empresa perante os stakeholders, sem implementar ações efetivas nesse sentido.

A literatura consolidou evidências sobre dimensões que fundamentam esta investigação. Estudos clássicos já apontavam que maior transparência e qualidade do *disclosure* reduzem a assimetria informacional e os custos de capital, fortalecendo a eficiência dos mercados (HEALY; PALEPU, 2001; LAMBERT et al., 2007). De forma complementar, pesquisas mais recentes indicam que a qualidade do reporte ESG apresenta forte heterogeneidade, com empresas utilizando o *disclosure* de forma estratégica e simbólica, muitas vezes sem mudanças operacionais efetivas — fenômeno documentado especialmente em contextos ambientais (LYON; MAXWELL, 2011). Essa heterogeneidade na qualidade das divulgações ESG sugere a necessidade de investigar se a transparência corporativa reconhecida corresponde de fato a práticas reais de sustentabilidade.

Em mercados emergentes, como o brasileiro, onde estruturas de propriedade são concentradas e a proteção aos minoritários ainda são frágeis, exigem-se controles adicionais (como normas claras sobre transações com partes relacionadas) para prevenir a expropriação dos acionistas minoritários, pois persiste o risco de que práticas ESG sejam usadas de forma simbólica para satisfazer expectativas sociais sem correspondência em ações efetivas. No contexto brasileiro, o caso recente da Americanas S.A. mostra como a falta de divulgação adequada de informações financeiras e de riscos (inclusive socioambientais) aumenta custos de agência e torna vulneráveis os investidores sem acesso interno à informação.

Apesar do crescente interesse acadêmico e prático na interseção entre transparência corporativa e desempenho ESG, restam lacunas importantes que dificultam uma compreensão mais robusta do fenômeno, como a dúvida sobre se empresas mais transparentes, de fato, apresentam melhores indicadores ESG ou se o desempenho ESG atua apenas como uma estratégia simbólica de legitimidade. Não obstante, restam dúvidas ainda sobre se a transparência influencia de maneira diferenciada os três pilares do ESG (ambiental, social e governança). Esses aspectos ainda pouco explorados revelam a necessidade de estudos que aprofundem a análise da relação entre práticas de transparência e desempenho socioambiental e de governança. Portanto, esta pesquisa busca responder à seguinte questão: **Qual a relação entre transparência corporativa e desempenho ESG de empresas listadas na B3?**

Para responder a essa questão, adotou-se o Troféu de Transparência da ANEFAC (Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade) como *proxy* de transparência corporativa. Segundo a ANEFAC, este prêmio é um dos mais prestigiados no Brasil e no Mundo no que diz respeito à transparência e qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas. Este prêmio foi criado com o objetivo de reconhecer e incentivar as melhores práticas de divulgação de informações financeiras,

promovendo a transparência e a confiança no mercado⁴. Os dados de desempenho ESG das empresas analisadas foram obtidos da base Refinitiv (*London Stock Exchange Group - LSEG*), amplamente utilizada na literatura internacional, o que assegura a comparabilidade e a confiabilidade das informações utilizadas no estudo. Explorar essa relação no contexto brasileiro pode ser relevante diante das fragilidades que ainda marcam o ambiente de negócios no país, onde práticas de governança e mecanismos de controle nem sempre funcionam de forma eficaz⁵. Ao concentrar a análise em empresas listadas na B3, espera-se compreender em que medida a transparência reconhecida publicamente se conecta com compromissos efetivos nas agendas ambiental, social e de governança.

2 JUSTIFICATIVA

A relevância desta pesquisa está em compreender como a transparência corporativa pode impulsionar o desempenho ESG das empresas brasileiras. Do ponto de vista teórico, este trabalho integra conceitos de governança (via transparência) às práticas ESG padronizadas, contribuindo para a discussão sobre materialidade e relato sustentável. Na prática os resultados podem orientar investidores, reguladores e gestores. Segundo Beretta, Demartini e Trucco (2024), a clareza e padronização nas divulgações ESG são importantes para mitigar ambiguidades nas análises e aumentar a confiança de investidores. Além disso, evidências sugerem que a adoção de práticas ESG está associada a benefícios claros às empresas, funcionando como um indutor de inovação e diferencial competitivo (XIE et al., 2019). Portanto, o estudo oferece subsídios para fortalecer o mercado de capitais brasileiro e apoiar decisões estratégicas de empresas e formuladores de políticas.

Contudo, apesar do crescente interesse acadêmico acerca do tema e da expansão das práticas ESG no Brasil, ainda restam lacunas importantes que dificultam uma compreensão mais robusta do fenômeno, como: (i) a incerteza sobre se empresas mais transparentes apresentam melhores indicadores ESG; (ii) a dúvida sobre se o desempenho ESG é reflexo de compromissos reais ou apenas estratégia simbólica de legitimidade institucional; (iii) a ausência de análises que verifiquem se a transparência influencia de forma diferenciada os três pilares do ESG (ambiental, social e governança). A literatura acadêmica tem explorado intensamente a divulgação ESG (TSANG et al., 2023) e seu impacto na qualidade da

⁴ Fonte: <https://www.anefac.org.br/transparencia/fotos-premiacao-2024/historia/>

⁵ Fonte: IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2023.

informação financeira (SHARAWI, 2024), mas a relação específica com a transparência reconhecida por prêmios no contexto brasileiro ainda é uma área com espaço para investigação.

Investigar essas lacunas é essencial, sobretudo frente ao risco de *greenwashing* — risco amplificado em países como o Brasil, onde persistem fragilidades institucionais e desafios na consolidação de uma governança socioambiental sólida. O estudo busca diferenciar práticas ESG genuínas das meramente simbólicas, fornecendo evidências que ajudem investidores, reguladores e empresas a tomarem decisões mais fundamentadas e efetivas.

Para o curso de ciências contábeis, a pesquisa demonstra a aplicação dos conceitos de transparência e sustentabilidade na prática, fortalecendo a formação acadêmica com desafios atuais do mercado.

3 OBJETIVOS

3.1 Objetivo geral

Analisar a relação entre a transparência corporativa e o desempenho ESG em empresas listadas na B3.

3.2 Objetivos específicos

1. Identificar as empresas premiadas pelo Troféu ANEFAC de transparência (utilizando o prêmio como *proxy* de práticas de *disclosure*).
2. Avaliar o desempenho ESG das empresas selecionadas na amostra, com base em pontuações ambientais, sociais e de governança coletados pela Refinitiv.
3. Examinar a interferência de fatores como tamanho da empresa (via receita líquida) e do setor de atuação na relação entre transparência corporativa e desempenho ESG, por meio de análise estatística.

4 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

4.1 Transparência corporativa a partir da Teoria da Agência

Os estudos de Berle e Means (1932) marcaram o início da discussão sobre a separação entre propriedade e controle das corporações de Capital Aberto. Eles observaram que os acionistas, como proprietários, delegam o controle da empresa a gestores, gerando um fenômeno que chamaram de “desintegração do átomo”, referindo-se à dispersão da propriedade. Jensen e Meckling (1976), a partir dessa premissa, formularam a Teoria da

Agência, definindo a relação entre acionistas (principais) e gestores (agentes) como um contrato de cessão de poderes, em que os agentes administram recursos em nome dos principais, podendo, entretanto, tomar decisões desalinhadas aos interesses destes. Esse desalinhamento gera os chamados custos de agência, o que torna indispensável a adoção de mecanismos de governança corporativa para monitorar a atuação dos gestores e alinhar os interesses.

Entretanto, em mercados com alta concentração de propriedade e controle familiar, como o brasileiro, a dinâmica de governança apresenta particularidades. Nessas economias, os conflitos se estendem além da clássica relação agente-principal e passam a envolver também disputas entre os acionistas controladores e minoritários – o chamado conflito principal-principal, onde poucos acionistas controladores costumam deter a maior parte do capital e do poder decisório. Dewatripont e Tirole (1994) observaram que em economias emergentes, predomina o conflito entre principais (acionistas controladores) e os minoritários, nos quais os primeiros utilizam seu poder decisório para expropriar recursos dos demais, prática também evidenciada por Oswald e Young (2008). Isso conduz a uma estrutura de propriedade concentrada que intensifica as assimetrias informacionais entre acionistas controladores e minoritários. Consequentemente, em estruturas com alta concentração de controle, a transparência corporativa assume papel central na mitigação das assimetrias informacionais, atuando como instrumento de redução dos custos de monitoramento e oportunismo gerencial, conforme prevê a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Marques, Guimarães e Peixoto (2015) destacam que estruturas de controle excessivamente concentradas elevam o risco de apropriação de valor pelos controladores em detrimento dos acionistas minoritários, o que reforça a importância de mecanismos de divulgação claros e acessíveis. Essa estrutura pode levar ao “efeito entrincheiramento”, no qual a concentração dos direitos de controle aumenta os custos de monitoramento e provoca a redução do valor de mercado da firma, refletindo um maior custo de agência suportado pelos acionistas minoritários.

Nesse cenário, La Porta et al. (1998) destaca que, em países com baixa proteção legal aos minoritários, mecanismos adicionais de governança corporativa tornam-se essenciais para proteção desses, como normas empresariais e regulamentos de valores mobiliários claros sobre as transações entre as partes relacionadas. No Brasil, essa atuação é exemplificada pelo papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na criação de diretrizes para a divulgação de práticas ESG, buscando justamente reduzir a assimetria informacional entre as empresas e os investidores (AGUSTINHO; SILVA; GIARETTON, 2023). Tais mecanismos são importantes para prevenir, como já dito anteriormente, a expropriação de minoritários através

de operações financeiras complexas e pouco transparentes, elevando a confiança dos investidores.

O caso Americanas S.A. (2023) ilustra como a ausência de transparência e falhas sistêmicas nos controles internos e na divulgação de informações estratégicas, incluindo riscos financeiros, podem resultar em graves prejuízos aos acionistas minoritários. Segundo Araújo et al. (2024), as irregularidades não se limitaram a inconsistências contábeis, mas estratégias fraudulentas que distorceram indicadores financeiros relevantes, criando artificialmente contratos de Verba de Propaganda Cooperada (VPC) sem a efetiva contratação com fornecedores, atingido, inicialmente, R\$21,7 bilhões em setembro de 2022, além da contabilização indevida de R\$18,4 bilhões em operações de financiamento na conta de fornecedores. Essas práticas distorceram indicadores financeiros, como o EBITDA e o prazo médio de pagamento, prejudicando especialmente os investidores minoritários sem acesso às informações internas da companhia. A análise do caso apresenta falhas sistêmicas nos mecanismos de controle interno e auditoria, que se mostraram insuficientes para impedir as irregularidades (CORDEIRO; BEZERRA, 2024).

Esse cenário evidencia o risco de *management override of controls*⁶, ou seja, a capacidade de membros da alta gestão contornarem os controles internos estabelecidos para encobrir irregularidades, enfraquecendo os mecanismos de governança e comprometendo a confiabilidade da informação contábil.

Em mercados emergentes, a transparência também se conecta a práticas ESG (ambientais, sociais e de governança), que vêm ganhando relevância. O Código de Governança do IBGC (2023) define transparência como o fornecimento amplo e equitativo de informações relevantes, indo além dos dados financeiros. A crescente exigência por relatórios ESG por parte de investidores e reguladores reflete a importância desses fatores na sustentabilidade de longo prazo das empresas.

Estudos demonstram que empresas com práticas governança e altos *scores* ESG tendem a apresentar menor custo de capital, tanto em mercados desenvolvidos quanto emergentes. Assim, a transparência, além de um dever legal, torna-se uma vantagem competitiva e um meio de atrair capital em condições mais favoráveis.

O caso Americanas reforça a necessidade de uma governança eficaz e da atuação ativa de investidores minoritários, reguladores e auditores independentes. Em ambientes com

⁶ **Management override of controls** é a prática pela qual gestores utilizam sua autoridade para ignorar ou manipular controles internos, permitindo ações fraudulentas ou indevidas. Trata-se de um dos riscos mais críticos à integridade da governança corporativa, pois mesmo sistemas de controle bem projetados podem ser comprometidos quando há envolvimento da alta gestão.

elevada concentração de controle, esses atores desempenham papel crucial na prevenção de esquemas que distorcem a realidade financeira da empresa e ampliam os custos de agência.

No contexto brasileiro, o reconhecimento da importância da transparência corporativa materializa-se através de iniciativas como o Troféu Transparência⁷ promovido pela Associação Nacional de Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC), em parceria com a FIPECAFI. Esta premiação, que tem sido objeto de diversos estudos acadêmicos, visa reconhecer as empresas que se destacam pela qualidade e transparência de suas divulgações financeiras e corporativas.

Os pesquisadores Marques et al. (2015, 2019), demonstraram que empresas vencedoras do Troféu Transparência ANEFAC apresentam características distintas em relação às demais empresas do mercado brasileiro. Esses estudos comparativos evidenciaram que essas empresas ganhadoras tendem a apresentar maior heterogeneidade em suas fontes de financiamento, sugerindo maior confiança dos credores e acesso facilitado a diferentes modalidades de capital. Além disso, análises da qualidade informacional e menor dispersão de dados revelaram que as empresas premiadas demonstram correlações mais significativas entre variáveis contábeis fundamentais, como Valor de Mercado por Ação (VMA), Lucro por Ação (LPA) e Patrimônio Líquido por Ação (PLA), indicando maior capacidade informacional de seus números contábeis.

A relevância deste prêmio no contexto da governança corporativa brasileira evidencia-se pelo fato de que empresas transparentes, reconhecidas pela premiação, efetivamente apresentam diferenças substanciais em práticas de controle gerencial e divulgação de informações em seus relatórios de administração (ESPEJO; DACIÊ, 2016). Contudo, de modo contrário, estudos sobre legibilidade demonstraram que, mesmo empresas premiadas por sua transparência, ainda apresentam níveis de legibilidade classificados como "razoavelmente difícil" em suas Notas Explicativas. Isso não significa que a baixa legibilidade está atrelada a falta de transparência, mas que podem reavaliar suas estratégias a fim de melhorarem a comunicação com os *stakeholders* externos. (FREITAS; SOUZA; MIRANDA, 2024)

Este reconhecimento institucional através do Troféu Transparência ANEFAC reforça a importância dos mecanismos de governança corporativa discutidos neste capítulo, servindo

⁷ De acordo com o regulamento do Troféu Transparência, as empresas elegíveis — sociedades anônimas de capital aberto que divulgam suas demonstrações financeiras nos setores de comércio, indústria e serviços (exceto o setor financeiro) — concorrerem de forma automática, sem necessidade de inscrição voluntária.

como *benchmarking*⁸ para o mercado brasileiro e incentivando a adoção de práticas mais transparentes, especialmente relevantes em um contexto de alta concentração de propriedade e necessidade de proteção aos acionistas minoritários.

4.2 Desempenho ESG

O conceito de ESG sigla *Environmental, Social, and Governance* - Ambiental, Social e Governança, ganhou destaque global a partir da publicação do relatório *Who Cares Wins* em 2004, elaborado por iniciativa do Pacto Global da ONU com apoio de instituições financeiras. O relatório defendeu que a integração de fatores ambientais, sociais e de governança nas decisões de investimento levaria a melhores resultados de longo prazo, tanto para empresas quanto para a sociedade (UN Global Compact, 2004)⁹.

Com a crescente conscientização sobre sustentabilidade e responsabilidade corporativa, o ESG passou a ser utilizado como um conjunto de critérios para avaliar o comprometimento de empresas com práticas sustentáveis e éticas. O pilar ambiental refere-se ao impacto das operações da empresa sobre o meio ambiente, incluindo emissões de carbono, gestão de resíduos e uso eficiente de recursos naturais. O pilar social abrange relações com colaboradores, norma de segurança e saúde no trabalho, bem como a diversidade, os direitos humanos, impacto na comunidade e responsabilidade social (TRIPATHI; BHANDARI, 2014). Já o pilar governança abrange o conjunto de mecanismos e práticas que asseguram à estrutura de gestão da empresa, à composição e independência do conselho de administração, à ética e integridade nas decisões corporativas, à adoção de medidas anticorrupção e ao cumprimento de exigências regulatórias. Dentro desse pilar, destaca-se a transparência corporativa, compreendida como a divulgação clara, voluntária e precisa de informações relevantes sobre as atividades, decisões e controles internos da organização. Esse mecanismo contribui para reduzir a assimetria informacional, bem como os custos de agência, fortalecendo a confiança dos *stakeholders* e consolidando o combate à corrupção no ambiente empresarial (KOPROWSKI; KREIN; MAZZIONI; DAL MAGRO, 2021).

Esse entendimento conceitual dos pilares ESG e da relevância da transparência corporativa tem estimulado a construção de sistemas padronizados de avaliação por parte de instituições especializadas. Essas metodologias visam transformar aspectos qualitativos em

⁸ *Benchmarking* é uma prática de gestão que consiste em comparar processos, práticas ou indicadores de uma organização com os de instituições reconhecidas como referência no mercado, com o objetivo de promover melhorias e inovações internas.

⁹ Fonte: <https://www.pactoglobal.org.br/esg/>

métricas objetivas e comparáveis, permitindo análises mais precisas do desempenho socioambiental e de governança das empresas.

A Refinitiv é uma instituição especializada no desenvolvimento de metodologias para mensuração do desempenho ESG. É uma das principais provedoras globais de dados financeiros e não financeiros, com um sistema de pontuação que combina rigor analítico e adaptação setorial, atuando em aproximadamente 190 países e mais de 40.000 instituições. Sua metodologia atual, consolidada após a aquisição pela LSEG em 2021, baseia-se em 630 métricas ESG coletadas em nível corporativo, das quais 186 indicadores são selecionados como mais relevantes e comparáveis por setor. Esses indicadores são organizados em 10 temas centrais distribuídos nos três pilares (ambiental, social e governança), ajustados por uma matriz de materialidade dinâmica que pondera a importância relativa de cada categoria conforme o setor de atuação¹⁰.

O *score* Refinitiv ESG varia de 0 a 100 e é calculado com base em rankings que comparam o desempenho de cada empresa com *benchmarks* setoriais e nacionais. Esse método minimiza o impacto de distorções, garantindo maior comparabilidade entre organizações de diferentes portes, setores e nacionalidades. Também são aplicados ajustes em situações de controvérsias, por meio do *ESG Combined Score*, penalizando empresas envolvidas em incidentes graves.

Esses *scores* funcionam como *proxies* quantitativas de legitimidade corporativa e do comprometimento ESG, sendo frequentemente usados em estudos que analisam correlações com indicadores financeiros como lucratividade, custo de capital, valor de mercado e risco (Reis et al., 2023).

Quando uma ferramenta institucional como o Troféu Transparência ANEFAC é utilizada como *proxy* de transparência corporativa, o estudo ganha dimensão qualitativa relevante.

A premiação reconhece empresas pelas melhores práticas de *disclosure* financeiro, o que está associado à percepção de confiabilidade pelos *stakeholders* e à legitimação institucional no campo corporativo¹¹.

Estudos recentes sugerem que, embora empresas premiadas se destaquem em divulgação contábil, não necessariamente apresentam desempenho ESG superior. Por exemplo, uma análise comparativa utilizando testes de Mann-Whitney e correlação de Spearman entre premiadas e não premiadas no período de 2019 a 2021, não encontrou

¹⁰ Fone: <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>

¹¹ Fonte: <https://www.anefac.org.br/transparencia/fotos-premiacao-2024/historia/>

diferença estatisticamente significativa nos *scores* ESG ou indicadores econômicos entre os dois grupos (Reis et al., 2023).

Esses achados apontam que o reconhecimento pela transparência contábil, embora significativo, pode não se traduzir automaticamente em práticas ESG consistentes. Ainda assim, o Troféu ANEFAC continua sendo um importante indicativo de compromisso com a governança corporativa, especialmente em ambientes institucionais frágeis como o brasileiro. Ao integrá-lo com indicadores internacionais como os *scores* da Refinitiv (LSEG), o presente estudo busca verificar se a transparência reconhecida pelo prêmio ANEFAC está de fato correlacionada com desempenho ESG, superando os efeitos simbólicos e testando hipóteses concretas.

4.3 Teoria Institucional

A adoção de práticas de *disclosure* e ESG pelas empresas pode ser compreendida a partir da Teoria Institucional, especialmente pelas pressões coercitivas, normativas e miméticas descritas por DiMaggio e Powell (1983). Esses autores argumentam que as organizações não operam isoladamente, mas dentro de campos institucionais que impõem pressões estruturais à homogeneização organizacional ao longo do tempo devido à busca por poder político e legitimidade no ambiente institucional em que estão inseridas, processo que chamaram de isomorfismo institucional. Tal isomorfismo se manifesta de três formas principais: (i) isomorfismo coercitivo, derivado de pressões formais e informais exercidas por entidades externas, incluindo exigências legais, regulatórias impostas por órgãos governamentais, além de expectativas socioculturais ou normativas difundidas por organizações não governamentais - Essa pressão é exercida, por exemplo, por investidores institucionais que demandam maior transparência sobre as contribuições da empresa para metas de sustentabilidade (GARCÍA-SÁNCHEZ et al., 2020); (ii) isomorfismo normativo, decorre das normas culturais e profissionais, incluindo pressões provenientes da academia, associações de classe, organizações não governamentais e da sociedade civil; (iii) isomorfismo mimético, relacionado à incerteza organizacional, conduzindo as organizações a imitarem práticas de concorrentes bem-sucedidos ou institucionalmente legitimados. Nesse contexto, o isomorfismo mimético pode ser visto como uma forma prática de acumulação de capital simbólico (BOURDIEU, 1989), já que as empresas buscam se assemelhar a outras reconhecidas como legítimas, visando ganhar distinção e reconhecimento social.

Nesse sentido, prêmios como o Troféu Transparência da ANEFAC e classificações em índices ESG atuam como instrumentos de legitimação, fornecendo às organizações indicadores institucionalmente reconhecíveis de conformidade e excelência. Ao aderirem a essas práticas e buscarem visibilidade institucional, as empresas não apenas atendem a requisitos formais, mas também sinalizam sua adesão às expectativas dominantes do campo corporativo, reforçando sua posição e ampliando sua aceitação social. Essa dinâmica pode ser explicada pela Teoria da Legitimidade, segundo a qual as organizações buscam garantir sua sobrevivência e aceitação social ao demonstrar conformidade com valores socialmente aceitos, mesmo que isso não resulte diretamente em ganhos de eficiência (SUCHMAN, 1995). Desse modo, a divulgação ESG e os prêmios de transparência operam como mecanismos de legitimação simbólica que reforçam a reputação e a confiança institucional perante os *stakeholders*.

Esse processo de legitimação pode ser visto também por meio da teoria dos campos sociais de Pierre Bourdieu, que permite interpretar o ambiente empresarial como um campo estruturado por disputas simbólicas, em que os agentes buscam acumular diferentes formas de capital – econômico, social, cultural e simbólico (BOURDIEU, 1989). Dentro dessa lógica, o desempenho ESG e a transparência corporativa tornam-se formas de capital simbólico, cuja posse e reconhecimento reforçam a posição das empresas no campo corporativo. Como Bourdieu afirma, o capital simbólico é eficaz quando é percebido como legítimo por aqueles que ocupam posições de poder no campo — no caso, investidores, reguladores e *stakeholders* estratégicos.

A transparência, nesse contexto, ultrapassa a função técnica de *disclosure* e se torna um instrumento estratégico de distinção, contribuindo para a construção da reputação empresarial e a consolidação da confiança junto aos *stakeholders*. Trata-se, portanto, de um mecanismo de conversão de boas práticas em reconhecimento público e legitimidade institucional. Além disso, conforme a Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), a divulgação voluntária de informações ESG funciona como um sinal estratégico de qualidade emitido pela empresa ao mercado. Em contextos de assimetria informacional, como os mercados emergentes, tais sinais buscam reduzir a incerteza de investidores e reguladores sobre a integridade e o compromisso da empresa com práticas sustentáveis, influenciando positivamente a percepção de valor e confiabilidade.

O capital simbólico associado ao ESG permite que a empresa seja percebida como ética, moderna e comprometida com o bem comum, atributos cada vez mais valorizados por investidores, consumidores e reguladores. A transparência corporativa, nesse contexto, não é

apenas uma prática técnica, mas um instrumento estratégico para a acumulação de capital simbólico, reforçando a confiança dos *stakeholders* e ampliando o espaço de atuação legítima da organização.

Portanto, ao integrar os aportes da Teoria Institucional, da teoria de Bourdieu, da Teoria da Legitimidade e da Teoria da Sinalização, compreende-se que a adoção de práticas ESG e a busca por prêmios ou reconhecimento em rankings não se restringem a exigências formais ou à eficiência organizacional. Elas também operam como estratégias simbólicas de posicionamento e diferenciação dentro do campo organizacional, reforçando a capacidade das empresas de manterem e ampliarem seu espaço de legitimidade e influência.

5 DESENHO DA PESQUISA

Esta pesquisa adota uma abordagem quantitativa, de caráter longitudinal e comparativo, com o objetivo de investigar a relação entre transparência corporativa e desempenho ESG em empresas listadas na B3. O recorte temporal de quatorze anos (2011–2024) permite observar a evolução do desempenho ESG ao longo do tempo, utilizando os *scores* anuais extraídos da base Refinitiv (LSEG), reconhecida por sua metodologia alinhada a padrões internacionais.

A amostra final é composta por 124 empresas listadas na B3, das quais 68 foram premiadas com o Troféu Transparência ANEFAC ao menos uma vez durante o período analisado. Essas empresas pertencem a 11 setores econômicos distintos, conforme a classificação TRBC (*Thomson Reuters Business Classification*). No entanto, nem todos os setores possuem empresas premiadas, o que justifica sua ausência em partes da análise setorial. A amostra totaliza 1.110 observações com registros consistentes ao longo dos anos. É importante destacar que, das 68 empresas premiadas, apenas 54 apresentaram séries completas de ESG Score na base Refinitiv. As demais foram excluídas por ausência de dados. Adicionalmente, 35 empresas premiadas não estavam na base da Refinitiv e, por isso, também não foram consideradas no espaço amostral. Esse recorte assegura a consistência temporal dos dados e a comparabilidade entre os grupos analisados.

A variável de interesse principal é a transparência corporativa, representada por uma variável *dummy* construída com base na premiação do Troféu Transparência ANEFAC, utilizada como *proxy* do nível de transparência nas divulgações financeiras. Essa variável assume valor 1 para empresas premiadas e 0 para empresas não premiadas, compondo o grupo controle. Essa codificação binária permite comparações diretas entre os grupos ao longo do

período estudado. Importante destacar que, de acordo com o regulamento do prêmio, as empresas elegíveis — sociedades anônimas de capital aberto que divulgam suas demonstrações financeiras — participam automaticamente do processo de avaliação, sem necessidade de inscrição voluntária. Esse aspecto reduz potenciais vieses de auto seleção e reforça a validade do uso do prêmio como *proxy* de transparência informacional.

A variável dependente é o desempenho ESG, capturado pelo ESG Score da Refinitiv, analisado tanto em sua forma agregada quanto por seus três pilares, ambiental, social e governança. Como variáveis de controle, o modelo incorpora: Tamanho da empresa, mensurado pelo ativo total; Rentabilidade, representada por lucro antes e após impostos; Endividamento, medido por dívida total e patrimônio líquido.

Para fortalecer a identificação do efeito da transparência sobre o desempenho ESG, adotou-se uma estratégia metodológica combinada, integrando dois enfoques complementares: modelos de dados em painel com efeitos fixos e o método de *Propensity Score Matching* (PSM). A aplicação de modelos para dados em painel justifica-se pela estrutura longitudinal da base, permitindo acompanhar o desempenho das mesmas empresas ao longo do tempo. Os modelos com efeitos fixos são especialmente adequados para controlar a heterogeneidade não observável constante entre as empresas, como cultura organizacional, estilo de gestão ou políticas internas de sustentabilidade. Além disso, os efeitos fixos de ano permitem controlar fatores macroeconômicos e regulatórios que impactam todas as empresas simultaneamente.

A relação entre transparência corporativa e desempenho ESG foi estimada por meio do seguinte modelo de efeitos fixos:

$$ESG_{i,t} = \alpha_i + \beta Trasnparência_{i,t} + \gamma_1 Tamanho_{i,t} + \gamma_2 Rentabilidade_{i,t} + \gamma_3 Endividamento_{i,t} + \delta_t + \varepsilon_{i,t}$$

- $ESG_{i,t}$: indicador de desempenho ESG da empresa i no ano t , utilizado tanto de forma agregada quanto por dimensão (ambiental, social e governança).
- $Trasnparência_{i,t}$: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi premiada por boas práticas de transparência corporativa no ano t , e 0 caso contrário.
- $Tamanho_{i,t}$: ativo total da empresa (*proxy* para tamanho).
- $Rentabilidade_{i,t}$: medida de lucratividade, composta por lucro antes e após impostos.
- $Endividamento_{i,t}$: total da dívida e patrimônio líquido, como *proxies* para estrutura de capital.
- δ_t efeitos fixos de ano (capturam choques macroeconômicos e mudanças regulatórias).

- α_i : efeitos fixos por empresa (capturam heterogeneidade não observada entre firmas).
- $\varepsilon_{i,t}$: termo de erro.

O modelo foi estimado utilizando o método de Mínimos Quadrados com Efeitos Fixos (*Fixed Effects*), com erros padrão robustos agrupados por empresa.

Apesar do controle conferido pelos efeitos fixos, permanece o risco de viés de seleção, uma vez que empresas premiadas por boas práticas de transparência podem diferir sistematicamente das não premiadas em características observáveis. Para mitigar esse viés, aplicou-se o PSM. O escore de propensão foi estimado por regressão logística, conforme a equação:

$$P(\text{Tratamento}_i = 1) = Pr(\text{Transparência}_i = 1|Z_i)$$

Z_i : vetor de covariáveis que inclui variáveis contábeis (lucro líquido, receita líquida total, ativo total, dívida, patrimônio líquido) e *dummies* setoriais.

O pareamento foi realizado utilizando o método do vizinho mais próximo (*nearest neighbor*), sem reposição, resultando em uma amostra emparelhada de 1.005 observações, sendo 235 tratadas (premiadas) e 770 controles (não premiadas). O efeito da transparência sobre o desempenho ESG foi estimado por meio do ATT (*Average Treatment Effect on the Treated*), representando a diferença média de ESG Scores entre empresas premiadas e suas contrapartes pareadas, tanto no índice agregado quanto nos pilares ambiental, social e de governança. A combinação dos modelos de painel com efeitos fixos e do PSM reforça a robustez da análise de correlação da pesquisa. Enquanto os efeitos fixos controlam por características inobserváveis constantes, o PSM reduz o viés de seleção relacionado a variáveis observáveis. Segundo Tsang, Frost e Cao (2023), essa abordagem metodológica aumenta a robustez dos resultados ao integrar diferentes formas de controle de viés. De forma complementar, Meneguini e Lana (2023) recomendam o uso combinado de abordagens estatísticas em contextos onde há risco de autoseleção e omissão de variáveis, contribuindo para a confiabilidade empírica dos achados em pesquisas com dados observacionais.

6 RESULTADOS

6.1 Estatísticas descritivas

A tabela abaixo apresenta a média, o desvio padrão (DP) e a quantidade de observações (N) das pontuações ESG e seus componentes (Social, Governança e Ambiental), segregando entre as empresas controle (0) e empresas tratadas (1), além do total do conjunto de dados.

Tabela 1 - (0) = Controle (1) = Tratadas

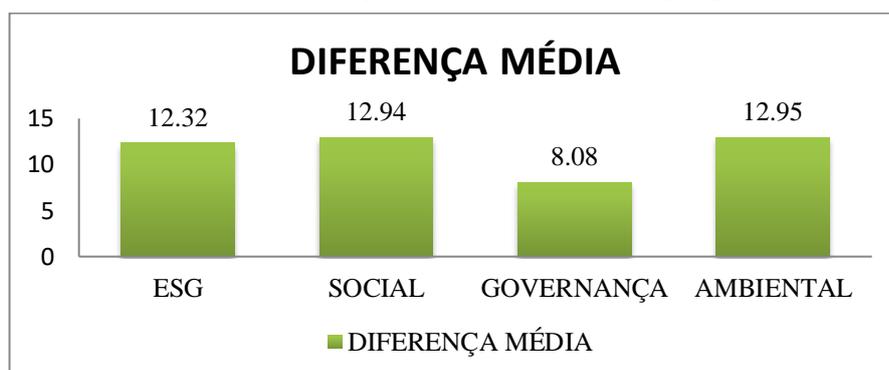
Indicador	Grupo controle			Grupo tratado			Total		
	Média(0)	DP(0)	N (0)	Média(1)	DP(1)	N (1)	Média(Total)	DP(Total)	N(Total)
ESG	49,12	20,33	991	61,44	18,2	235	51,48	20,52	1226
Social	52,88	23,21	991	65,82	20,86	235	55,36	23,34	1226
Governança	49,11	22,55	991	57,19	21,56	235	50,66	22,58	1226
Ambiental	45,15	26,61	992	58,10	22,05	235	47,63	26,29	1227

Fonte: Elaborada pelo autor através dos dados coletados da análise

As médias dos *scores* ESG (geral e dos pilares) indicam um padrão relevante: empresas premiadas com o Troféu Transparência ANEFAC apresentam desempenho superior em relação às não premiadas. O *score* ESG agregado é de 61,44 entre as empresas premiadas, enquanto aquelas não premiadas apresentam 49,12, uma diferença de 12,32 pontos. Esse padrão também se repete de forma consistente nos três pilares que compõem o score ESG. No pilar social, as empresas premiadas apresentaram média de 65,82, enquanto as não premiadas registraram 52,88, representando uma diferença de 12,94 pontos. No pilar de governança, a média das empresas premiadas foi de 57,19, contra 49,11 entre as não premiadas, uma diferença de 8,08 pontos.

Já no pilar ambiental, observa-se novamente uma diferença expressiva: 58,10 para o grupo premiado e 45,15 para o grupo não premiado, totalizando 12,95 pontos de diferença.

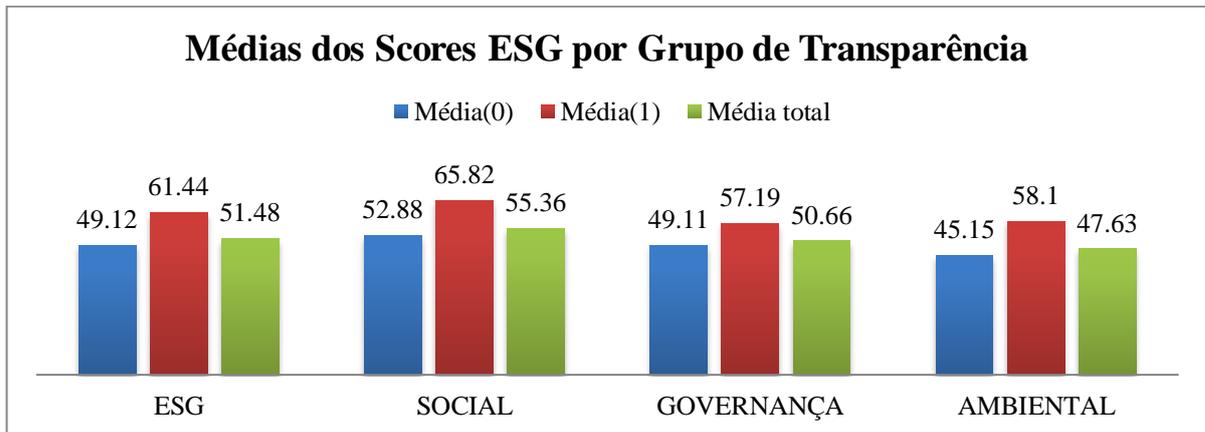
Gráfico 1– Diferença média do consolidado e por pilar



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Esses resultados reforçam a tendência de que empresas reconhecidas por maior transparência apresentam, de forma consistente, desempenho ESG superior em todas as suas dimensões, o que sustenta a hipótese central deste estudo quanto à relação positiva entre transparência e performance socioambiental e de governança.

Gráfico 2 - Médias dos scores ESG por Grupo de Transparência



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Estudos recentes que investigam a relação entre ESG e performance, corroboram esses achados. Uma meta-análise *do NYU Stern Center for Sustainable Business*, que sintetizou mais de 1000 artigos publicados entre 2015 e 2020, concluiu que há correlação positiva entre desempenho ESG e eficiência operacional, desempenho das ações e menor custo de capital. Os autores destacam que os efeitos positivos são mais fortes quando as empresas se concentram em questões ambientais e sociais, o que explica por que a diferença é maior nesses pilares¹².

Além da comparação das médias, a análise dos desvios padrão (DP) permite observar que o grupo de empresas premiadas tende a apresentar menor dispersão nos *scores* ESG, sugerindo um desempenho mais homogêneo entre essas organizações.

Para o score ESG agregado, o grupo não premiado apresentou uma média de 49,12 com desvio padrão de 20,33, resultando em uma faixa de variação estimada entre 28,79 e 69,45 (média \pm DP). Já o grupo premiado apresentou média de 61,44 e DP de 18,20, com intervalo entre 43,24 e 79,64.

No pilar social, as empresas não premiadas registraram média de 52,88 (DP = 23,21), com intervalo de variação entre 29,67 e 76,09, enquanto as premiadas apresentaram média de 65,82 (DP = 20,86), com intervalo entre 44,96 e 86,68.

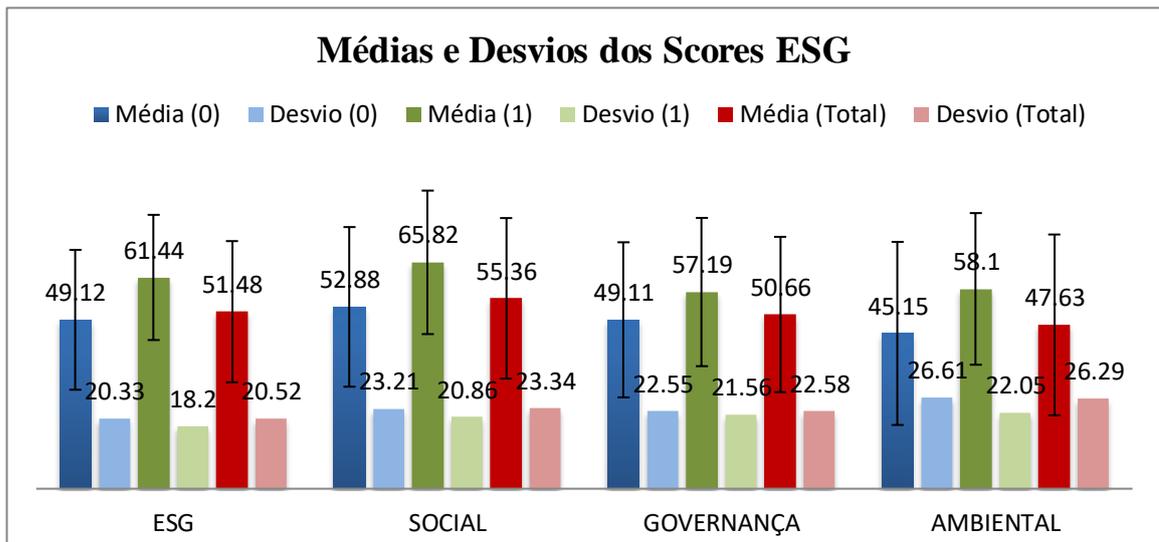
¹² Fonte: <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/about/departments-centers-initiatives/centers-of-research/center-sustainable-business/research/research-initiatives/esg-and-financial-performance#:~:text=>

Para o pilar de governança, a média entre as não premiadas foi de 49,11 (DP = 22,55), com variação entre 26,56 e 71,66. No grupo premiado, a média foi de 57,19 (DP = 21,56), resultando em um intervalo entre 35,63 e 78,75.

Por fim, no pilar ambiental, o grupo não premiado apresentou maior dispersão (DP = 26,61), com intervalo entre 18,54 e 71,76, a partir de uma média de 45,15. O grupo premiado apresentou média de 58,10 e DP de 22,05, com faixa estimada entre 36,05 e 80,15.

Esses intervalos demonstram que, apesar de haver certa sobreposição entre os grupos, a combinação de média mais elevada e menor variabilidade nas empresas premiadas sugere um padrão de desempenho ESG mais robusto. As barras de erro representadas nos gráficos reforçam visualmente essa diferença, indicando que a vantagem observada nas organizações tratadas é estatisticamente significativa e claramente perceptível pela amplitude dos resultados.

Gráfico 3 - Médias e Desvios dos scores ESG



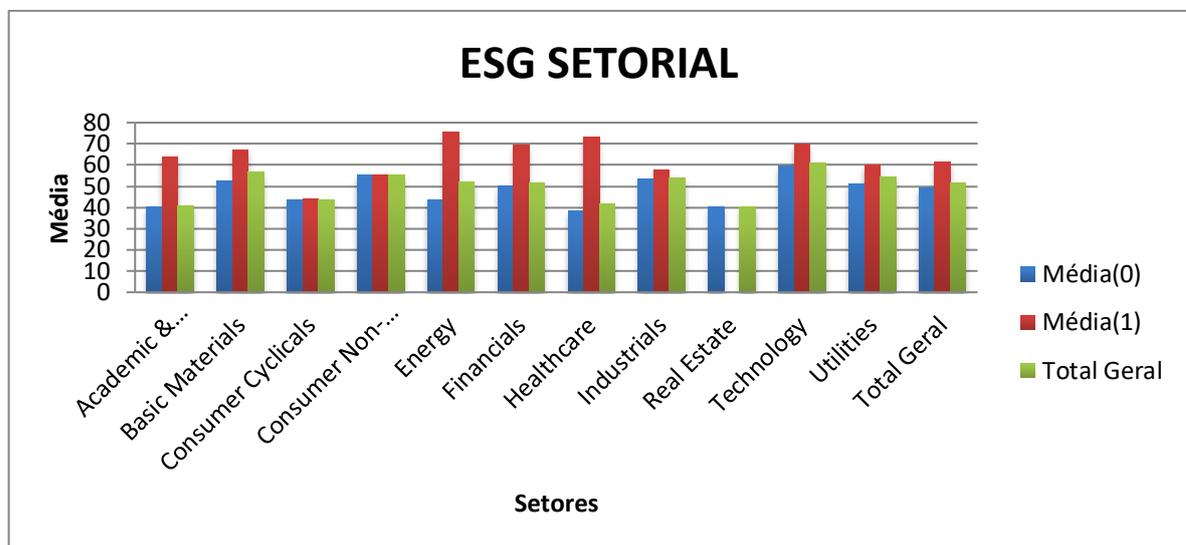
Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

O gráfico 3 complementa a análise anterior ao apresentar visualmente as médias e desvios padrão dos scores ESG agregados e por pilares, reforçando o padrão identificado na tabela 1. Observa-se claramente que as empresas premiadas pelo Troféu Transparência ANEFAC apresentam médias superiores e menor dispersão em seus indicadores, indicando não apenas um desempenho ESG mais elevado, mas também mais homogêneo e consistente. Este resultado enfatiza que, além do melhor desempenho médio, empresas reconhecidas por práticas de transparência conseguem manter padrões ESG menos voláteis, fortalecendo ainda mais o argumento de que a transparência corporativa está diretamente associada à robustez e consistência em práticas socioambientais e de governança.

6.1.1 Análise setorial

A fim de aprofundar a compreensão dos resultados, procedeu-se a uma análise setorial dos desempenhos ESG, classificando as empresas de acordo com os setores econômicos TRBC (*Thomson Reuters Business Classification*) aos quais pertencem. Essa perspectiva setorial é relevante, pois diferentes setores estão sujeitos a pressões institucionais distintas, por exemplo, empresas de setores fortemente regulados podem enfrentar exigências legais e normativas mais rigorosas em sustentabilidade, enquanto setores menos regulamentados podem apresentar menor investigação externa. Segundo a teoria institucional, as organizações respondem a pressões coercitivas (leis e regulamentações), normativas (padrões profissionais, expectativas de investidores) e miméticas (imitação de práticas consideradas de excelência) em busca de legitimidade no campo organizacional (DIMAGGIO; POWELL, 1983). Desse modo, é plausível que setores altamente regulados ou com maior visibilidade pública apresentem diferenças mais pronunciadas entre empresas tratadas e empresas controle, em função das pressões institucionais mais intensas para adoção de boas práticas de ESG e *disclosure*.

Gráfico 4 - Média do ESG por setor e Grupo de transparência¹³



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Os resultados da análise setorial revelam que, em praticamente todos os setores econômicos, as empresas premiadas por sua transparência apresentam médias de desempenho ESG superiores às das não premiadas, sugerindo uma associação positiva entre a divulgação de informações e o desempenho socioambiental e de governança. Um dos setores que

¹³ Fonte: Dados da pesquisa (Refinitiv, Troféu Transparência ANEFAC)

apresentou maior diferença foi o de Saúde (*Healthcare*), no qual as empresas tratadas registraram média ESG de 73,06, enquanto as do grupo controle atingiram apenas 38,27, resultando em uma diferença de 34,79 pontos. Esse setor foi especialmente exposto durante a pandemia, o que intensificou as pressões por práticas mais responsáveis. A literatura reforça esse achado ao indicar que organizações com maior responsabilidade ambiental e social tendem a apresentar menor exposição a riscos sistêmicos e melhor desempenho em períodos de crise, o que fortalece o incentivo à transparência (Adams & Abhayawansa, 2021). No setor de Energia (*Energy*), também se observa uma diferença substancial: as empresas tratadas alcançaram uma média de 75,55 pontos no desempenho ESG, em contraste com 43,59 das empresas controle, o que representa uma diferença de 31,97 pontos. Trata-se de um setor altamente regulamentado e com grande visibilidade pública, o que impõe pressão constante sobre as empresas para que demonstrem compromisso com a responsabilidade socioambiental.

Outro setor com diferença expressiva é o de Serviços Acadêmicos e Educacionais (*Academic and Educational*), em que a média ESG das empresas tratadas foi de 64,01, contra 40,14 das do grupo controle, gerando uma diferença de 23,86 pontos. Embora esse setor não esteja entre os mais regulamentados, ele está sujeito a intensas pressões normativas derivadas da busca por legitimidade perante alunos, governos e financiadores. Nessa conjuntura, a adoção de práticas ESG e a transparência nas divulgações podem ser interpretadas como fontes de vantagem competitiva e credibilidade institucional.

No setor Financeiro (*Financials*), a diferença média foi de 19,27 pontos, também favorecendo as empresas tratadas. Instituições financeiras operam sob intensa regulamentação e supervisão, e os investidores atribuem elevada importância à governança e à gestão de riscos. Nesse contexto, a transparência nos indicadores ESG é frequentemente interpretada como um sinal de boa gestão, o que contribui para a redução do custo de capital. Estudos sugerem que uma maior cobertura midiática positiva relacionada ao desempenho ESG está associada à diminuição do custo do capital próprio, fortalecendo ainda mais a importância da transparência nesse segmento.

Setores com diferenças moderadas incluem materiais básicos (14,86 pontos), Tecnologia (10,28) e utilitários (8,69). As normas setoriais, a análise pública e a pressão dos pares (isomorfismo mimético) ajudam a explicar variações. Por exemplo, tecnologias e utilitários possuem pressões de investidores e normas profissionais de sustentabilidade, porém algumas empresas já têm boas práticas não divulgadas, reduzindo a diferença.

Nos setores Indústrias, bens de consumo cíclicos e bens de Consumo não cíclicos, a diferença é pequena (3,99; 0,54 e – 0,41 pontos, respectivamente). Isso sugere que, nesses setores, o nível médio de ESG score é relativamente semelhante entre empresas que divulgam e as que não divulgam, possivelmente porque as pressões institucionais são menos intensas ou porque há limitações nas práticas de *disclosure*. Em *Real Estate* (imobiliária) não foi possível calcular a diferença devido à ausência de empresas premiadas na amostra.

Esses resultados corroboram a teoria de isomorfismo institucional, segundo a qual empresas em campos organizacionais se comportam de maneira similar em resposta a pressões externas. A diferença de scores ESG entre tratadas e controle é maior onde as pressões coercitivas e normativas são mais fortes (como Energia, Saúde e Financeiro) e menor em setores menos regulamentados.

6.2 Resultados dos modelos de dados em painel com efeitos fixos e erros padrão clusterizados

Os resultados da regressão com dados em painel, considerando efeitos fixos por empresa e por ano, revelam uma correlação significativa entre a variável transparência e o desempenho ESG das empresas listadas na B3. O modelo controlou por variáveis relevantes como tamanho, endividamento e rentabilidade, assegurando que o efeito estimado da transparência não fosse influenciado por esses fatores estruturais. Os resultados obtidos estão apresentados na tabela a seguir:

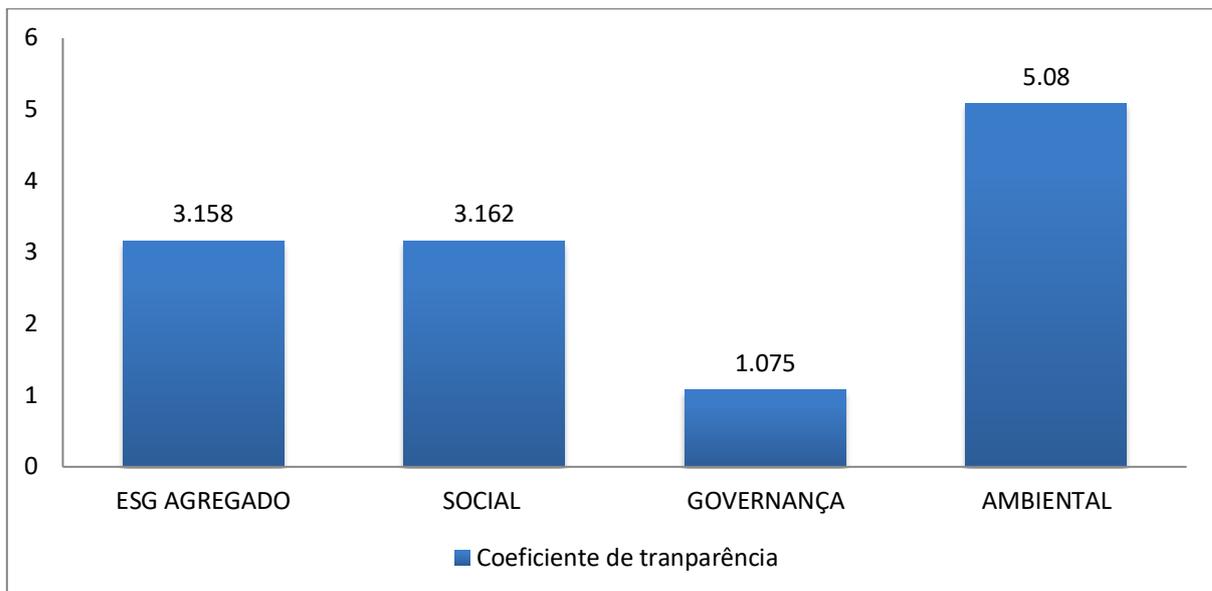
Tabela 2 - Resultados dos dados em painel

VARIÁVEIS	ESG SCORE	GOVERNANÇA SCORE	SOCIAL SCORE	AMBIENTAL SCORE
Transparência	3,158	1,075	3,162	5,080
Constante	38,04	42,14	44,42	27,72
Efeito fixo de firma	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de desempenho	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de tamanho	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de endividamento	Sim	Sim	Sim	Sim
Nº Observações	1.110	1.110	1.110	1.110
R ² Within	0,229	0,1127	0,1218	0,2039
R ² Between	0,163	0,0820	0,1501	0,0348
R ² Overall	0,006	0,0037	0,0004	0,0280
Teste F	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: Elaborada pelo autor através dos dados coletados da análise

Para a medida agregada de ESG, o coeficiente estimado para a variável transparência foi de 3,158, sendo estatisticamente significativo ao nível de 1% ($p < 0,01$). Isso indica que, em média, empresas que foram premiadas por suas práticas de transparência corporativa apresentaram *scores* ESG cerca de 3,158 pontos superiores às demais empresas, mesmo após o controle pelos fatores mencionados. Este achado reforça a ideia de que a transparência atua como um sinal positivo de comprometimento institucional com boas práticas ambientais, sociais e de governança.

Gráfico 5 – Associação entre Transparência e o Desempenho ESG por Pilar



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Os modelos também apresentaram efeitos fixos por firma e por tempo, o que garante robustez na estimação ao controlar tanto por características invariantes de cada empresa (como cultura organizacional, estrutura de governança e estilo de gestão), quanto por choques macroeconômicos ou institucionais ao longo do período analisado. Um exemplo claro desse tipo de choque foi a pandemia da COVID-19, que impactou profundamente o ambiente econômico e regulatório global, inclusive no Brasil, afetando a operação das empresas, sua comunicação com *stakeholders*, além de gerar novas pressões e exigências no campo da responsabilidade social e ambiental. A inclusão dos efeitos fixos de ano é crucial para isolar impactos coletivos e evitar distorções na estimativa do efeito da variável de interesse.

Ao analisar os pilares individualmente, observa-se que a associação com a transparência foi estatisticamente significativa para os pilares ambiental ($\beta = 5,080$; $p < 0,01$) e social ($\beta = 3,162$; $p < 0,05$), mas não significativo para o pilar de governança ($\beta = 1,075$; $p > 0,05$). No pilar ambiental, o coeficiente foi o mais elevado entre os três (+5,08 pontos), refletindo a maior sensibilidade das práticas ambientais à premiação por transparência. Isso

pode estar relacionado à ênfase que empresas do grupo tratado dão à divulgação de metas de sustentabilidade, práticas de gestão de resíduos, eficiência energética, políticas de carbono e conformidade ambiental. Além disso, o alto R^2 Within (0,204) do modelo ambiental indica que o modelo explica bem a variação temporal deste pilar, fortalecendo a robustez do achado.

No pilar social, a associação também foi positiva e estatisticamente significativa, com coeficiente de 3,162 ($p < 0,05$), indicando que as empresas do grupo tratado tendem a apresentar melhores práticas sociais, incluindo políticas de diversidade, condições de trabalho, direitos humanos e impacto comunitário. Já no pilar de governança, embora o coeficiente tenha sido positivo (1,075), ele não foi estatisticamente significativo ($p = 0,342$). Esse resultado sugere que os mecanismos de governança corporativa — como estrutura do conselho, auditoria e controles internos — podem ser menos influenciados pela premiação por transparência, por já serem amplamente regulados no Brasil e, portanto, mais homogêneos entre empresas listadas. Assim, o reconhecimento adicional por transparência pode não representar um diferencial expressivo neste pilar.

6.3 Resultados para o estimador PSM (*Propensity Score Matching*)

Com o objetivo de fortalecer a robustez da análise e controlar o viés de seleção associado a características observáveis das empresas, aplicou-se o método PSM. Essa técnica permite comparar empresas premiadas por transparência (grupo tratado) com empresas não premiadas (grupo controle), semelhantes em aspectos contábeis e setoriais, aproximando o experimento de um desenho quase-experimental. O foco central desta análise está no ATT, representando a diferença média no desempenho ESG entre empresas premiadas e seus pares não premiados após o pareamento. Os resultados obtidos estão apresentados na tabela a seguir:

Tabela 3 - Resultados do PSM por Indicador ESG

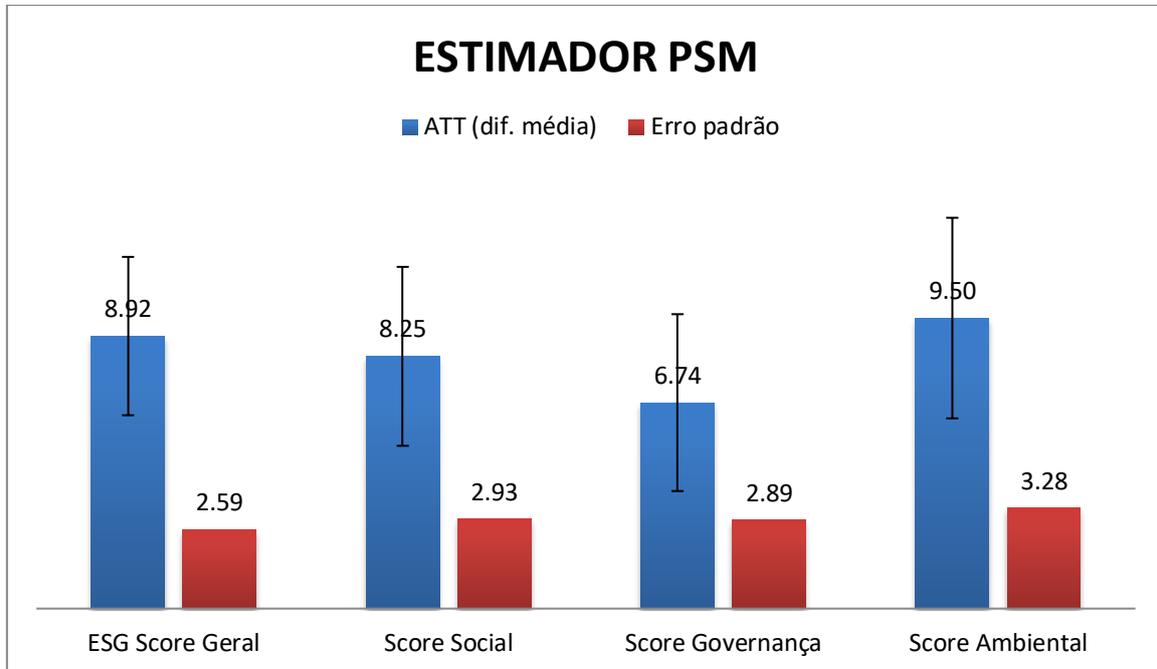
Indicador ESG	ATT (dif. média)	Erro padrão	Estatística t	p-value
ESG Score Geral	8.915	2.5907	3.44	0.0006
ESG Score de Governança	6.738	2.8933	2.33	0.0198
ESG Score Social	8.252	2.9274	2.82	0.0048
ESG Score Ambiental	9.504	3.2811	2.90	0.0037

Fonte: Elaborada pelo autor através dos dados coletados da análise

Os resultados mostram associações positivas e estatisticamente significativas em todos os pilares ESG. O maior efeito ocorreu no ESG Geral (ATT = 8,915; $p = 0,0006$). Entre os

pilares específicos, destacou-se o Ambiental (ATT = 9,504; $p = 0,0037$), seguido pelo Social (ATT = 8,252; $p = 0,0048$), ambos com progressos robustos. A Governança apresentou menor efeito (ATT = 6,738), mas ainda relevante.

Gráfico 6 - Estimador PSM



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Os resultados do PSM evidenciam que empresas premiadas por transparência apresentam desempenho ESG significativamente superior em todas as dimensões analisadas, mesmo após o emparelhamento por características contábeis (receita, lucro, ativos, patrimônio líquido, endividamento) e setoriais. Destaca-se que os ATT obtidos no PSM refletem comparações entre grupos pareados, enquanto os coeficientes β dos efeitos fixos retratam variações temporais dentro das mesmas empresas, indicando diferenças conceituais relevantes entre as metodologias.

Empresas premiadas por transparência possuem, em média, ATT = 8,91 pontos – ($p < 0,01$) – a mais no *score* ESG consolidado em comparação a empresas semelhantes, mas não premiadas. Esse resultado reforça a robustez da associação positiva entre transparência institucional e desempenho ESG geral, confirmando e ampliando os achados obtidos nos efeitos fixos.

O ATT = 8,25 pontos – ($p < 0,0048$) para o pilar social, revela que empresas do grupo tratado tendem a adotar políticas mais sólidas de responsabilidade social, gestão de pessoas e diversidade, confirmando achados similares nos modelos com efeitos fixos.

No pilar governança, embora o efeito fixo não tenha sido significativo ($\beta = 1,075$; $p > 0,05$), o PSM aponta um efeito positivo e estatisticamente relevante ($ATT = 6,738$; $p = 0,0198$). Esse achado sugere que a influência da transparência sobre a governança corporativa torna-se mais perceptível quando as empresas são comparadas com pares de perfil semelhante, indicando possível homogeneidade das práticas de governança dentro de certos setores ou faixas contábeis.

O pilar ambiental obteve o maior ATT (9,504; $p = 0,0037$), corroborando a relevância já identificada na análise por efeitos fixos ($\beta = 5,080$; $p < 0,01$). O resultado indica que empresas do grupo tratado se destacam não apenas por sua evolução ao longo do tempo, mas também em relação a seus pares quanto a práticas ambientais como gestão de resíduos, emissões e uso de recursos naturais.

A consistência dos resultados obtidos pelo método de PSM com aqueles já verificados pelos efeitos fixos confere robustez do estudo, especialmente para ESG consolidado, social e ambiental. No entanto, para o pilar de governança, o PSM revela nuances que não foram capturadas pelos efeitos fixos, destacando que as comparações entre empresas semelhantes são essenciais para identificar com clareza a associação com a transparência. Em suma, os resultados confirmam que o reconhecimento por práticas transparentes não apenas sinaliza qualidade informacional, mas efetivamente traduz-se em melhorias reais e mensuráveis no desempenho ESG das empresas.

6.4 Análises descritivas adicionais

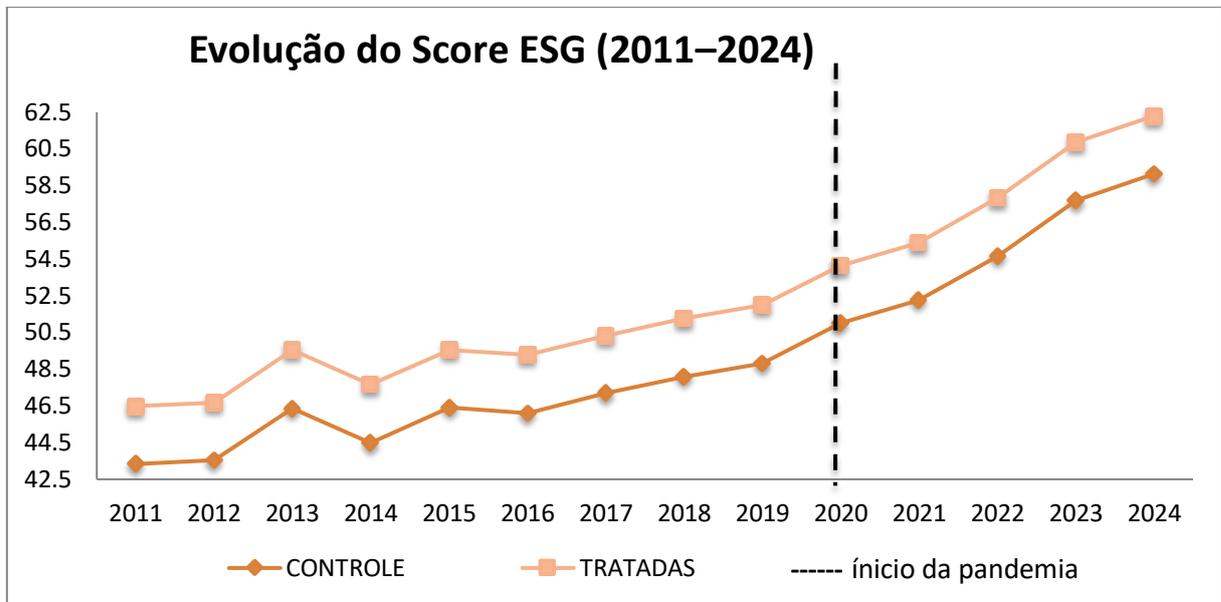
A fim de aprofundar a compreensão dos efeitos da transparência corporativa sobre o desempenho ESG, procedeu-se a uma análise de sensibilidade com foco na evolução temporal dos *scores* ESG agregados e de seus pilares (ambiental, social e de governança) entre 2011 e 2024. Para isso, foram registradas as médias anuais para dois grupos: (i) empresas premiadas com o Troféu Transparência ANEFAC, identificadas como tratadas, e (ii) empresas não premiadas, que compõem o grupo controle.

Observou-se, ao longo do período analisado, uma tendência geral de crescimento do desempenho ESG em ambos os grupos. Contudo, as empresas premiadas mantêm desempenho superior de forma consistente, com diferenças que se tornam mais visíveis a partir de 2020 — marco da pandemia de COVID-19. O relatório aponta que a crise sanitária exigiu das organizações maior capacidade de resposta, transparência e adaptação às novas expectativas de investidores e da sociedade, impulsionando a integração de critérios ESG à

estratégia empresarial. Segundo o estudo, a pandemia da COVID-19 foi um ponto de virada para as abordagens orientadas por ESG, atuando como um catalisador para uma integração ESG ainda maior na tomada de decisões dos investidores e na estratégia corporativa (EY, 2020).

A evolução dos gráficos evidencia que as empresas do grupo tratado responderam de maneira mais consistente às pressões do período pandêmico, reforçando a argumentação da teoria institucional. DiMaggio e Powell (1983) explicam que as organizações tendem a adaptar suas práticas em resposta a pressões coercitivas (como exigências legais), normativas (como padrões esperados pelos stakeholders) e miméticas (como imitação de líderes setoriais). No contexto do ESG, a transparência atua como mecanismo institucional de legitimação, o que se torna ainda mais relevante em momentos de crise.

Gráfico 7 - Evolução do Score ESG

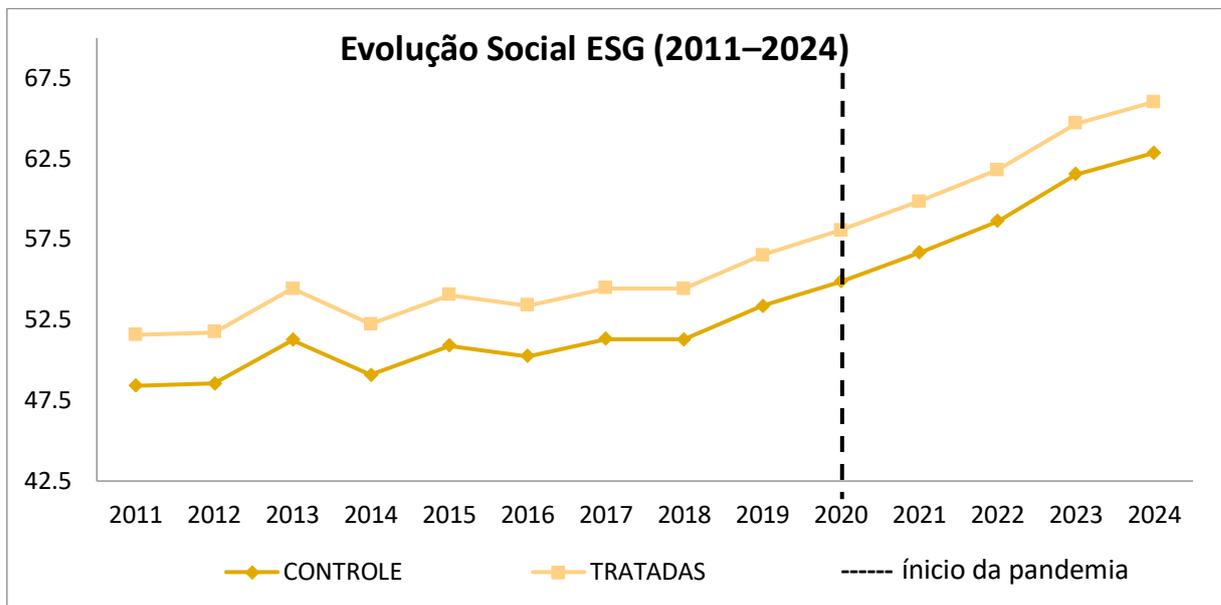


Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Ao observar a evolução temporal do score ESG agregado das empresas premiadas com o Troféu Transparência ANEFAC em comparação às não premiadas, entre os anos de 2011 e 2024, verifica-se uma tendência geral crescente no desempenho ESG para ambos os grupos ao longo do período analisado. Nota-se, entretanto, que a partir de 2020, ano que marca o início da pandemia de COVID-19, houve um leve aumento simultâneo nos dois grupos quanto à adoção de práticas ESG. Pode-se inferir que essa convergência decorre de um comportamento mimético das empresas não premiadas em relação às empresas premiadas, levando ambas a intensificar suas práticas ESG. Isso explicaria a manutenção relativamente constante da diferença entre os dois grupos após 2020, embora com pontuações mais elevadas em ambos.

Tal observação está alinhada aos achados da EY, que destacam a pandemia como um fator catalisador para a ampliação das estratégias ESG. Ainda assim, as empresas premiadas permanecem consistentemente com desempenho superior, reforçando a ideia de que, especialmente em momentos de alta pressão social e regulatória, a transparência corporativa está associada a práticas ESG mais robustas e efetivas. Esse contexto sugere que empresas transparentes conseguem reagir melhor às exigências externas, consolidando uma vantagem competitiva clara.

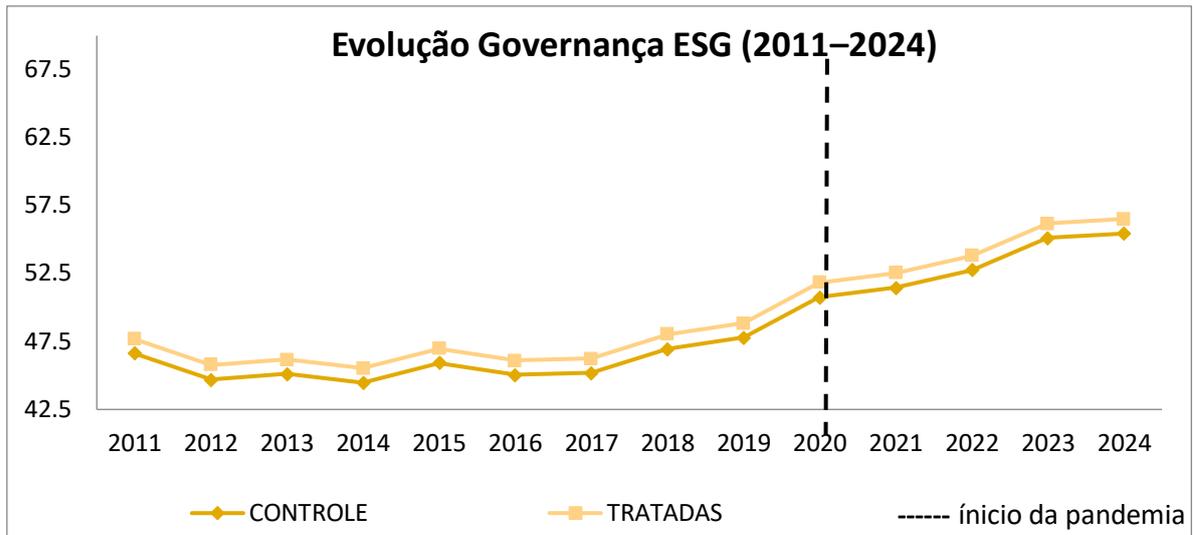
Gráfico 8 - Evolução Social ESG



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

O pilar social, também se destaca no período pandêmico e imediatamente posterior, com forte elevação no grupo das empresas premiadas. Essa resposta pode ser compreendida a partir da ideia de que momentos de crise ampliam a demanda por responsabilidade social empresarial, especialmente na proteção da saúde e bem-estar de colaboradores e comunidades. Tripathi e Bhandari (2014) já alertavam que práticas de responsabilidade social só se materializam quando há exigência clara dos investidores e da sociedade — condição que se intensificou com a pandemia.

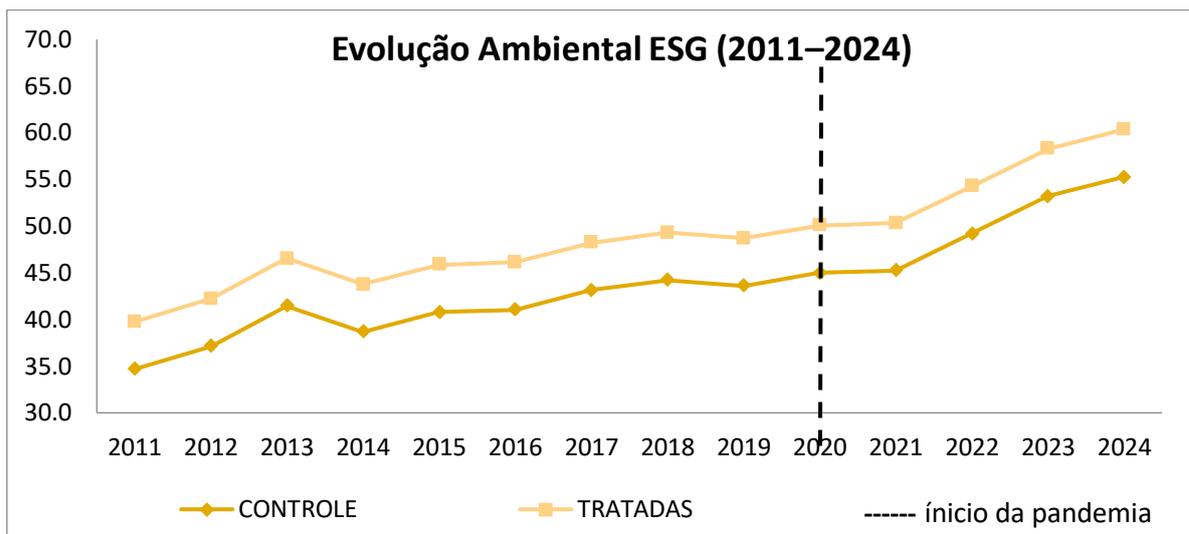
Gráfico 9 - Evolução Governança ESG



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Quanto ao pilar de governança, nota-se uma menor variação relativa entre os grupos, o que pode ser explicado por um nível de padronização decorrente da regulação do mercado de capitais. De acordo com Degenhart et al. (2024), a governança corporativa já é adotada de forma relativamente uniforme entre as empresas, uma vez que estruturas como conselhos e auditorias são amplamente exigidas por normativos legais e autorregulação. Ainda assim, as empresas premiadas mantêm vantagem, indicando maturidade adicional e adoção de boas práticas para além do mínimo exigido.

Gráfico 10 - Evolução Ambiental ESG



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

No pilar ambiental, por sua vez, observa-se uma aceleração no desempenho das empresas premiadas a partir de 2020, em contraste com a estabilidade ou oscilação do grupo controle, muito semelhante ao *score* ESG geral. Essa diferença pode ser interpretada à luz da

teoria da sinalização (Spence, 1973), segundo a qual a divulgação voluntária de práticas ambientais sinaliza comprometimento com responsabilidade socioambiental e diferencia a empresa positivamente no campo organizacional. Em mercados onde o cumprimento regulatório é heterogêneo, como o brasileiro, a sinalização por meio de *disclosure* ESG se torna um ativo reputacional relevante (LOPES; LUCA; GOÍIS; VASCONCELOS; 2015).

Como já abordado anteriormente, a análise baseou-se no modelo com dados em painel, pois essa abordagem controla características invariantes entre as empresas, bem como os choques macroeconômicos ao longo desse período.

Além disso, os achados sugerem que a transparência funciona como mecanismo de acumulação de capital simbólico (Bourdieu, 1989), uma vez que sua presença está associada a maior reconhecimento institucional e reputação positiva no campo corporativo. Ao tornar públicas suas práticas e compromissos ESG, empresas transparentes conquistam legitimidade junto a investidores, clientes e reguladores — reforçando sua posição de liderança simbólica e estratégica.

Em síntese, os gráficos temporais confirmaram que a transparência corporativa não apenas antecipou as práticas ESG, mas também promove resiliência em contextos adversos, como a pandemia. Empresas do grupo tratado, tidas como transparentes, são mais eficazes em responder às pressões institucionais e legitimar suas ações perante os *stakeholders*. Esses achados, integrados às teorias institucional, da sinalização e do capital simbólico, fortalecem a interpretação de que a transparência é um diferencial competitivo e de sustentabilidade no longo prazo.

7 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

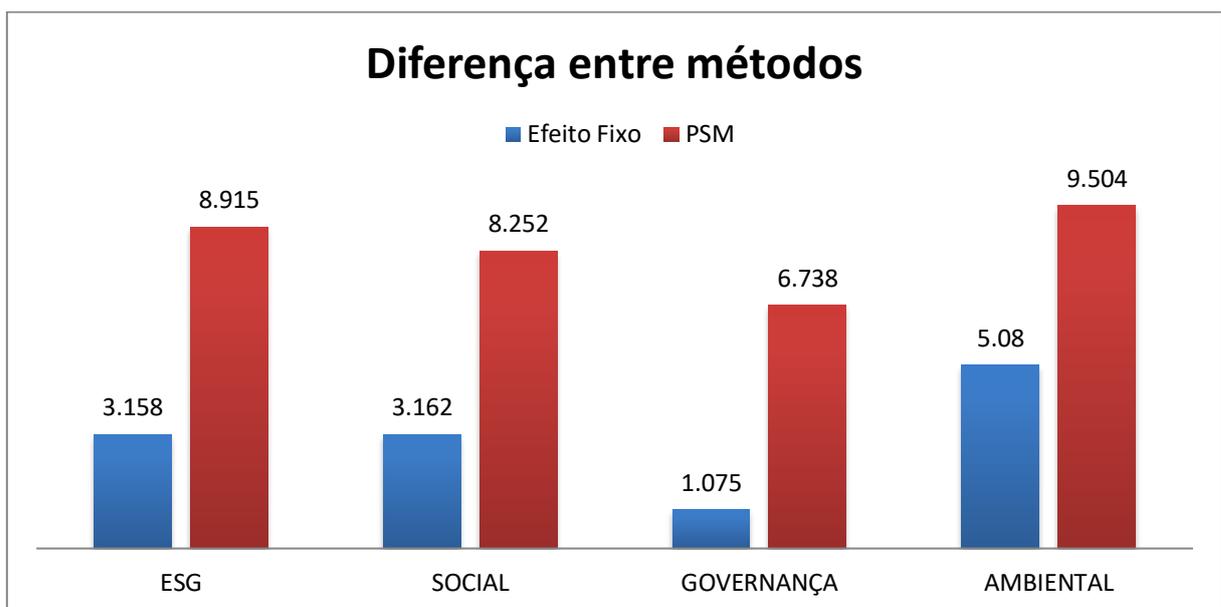
Ao analisar os dados de empresas listadas na B3, foi possível evidenciar a relação positiva entre transparência corporativa e desempenho ESG. As estatísticas descritivas mostraram que as empresas premiadas pelo Troféu Transparência ANEFAC apresentaram indicadores ESG significativamente superiores em todas as dimensões. A diferença foi de 12,32 pontos no score agregado, 12,94 no pilar social, 12,95 no ambiental e 8,08 no de governança. Esses resultados sugerem que empresas do grupo tratado possuem, de fato, melhores práticas socioambientais e de governança.

Esses achados foram confirmados pelos modelos econométricos. O modelo de regressão com efeitos fixos, controlado por tamanho, rentabilidade e endividamento, mostrou uma associação positiva e significativa da transparência no ESG geral ($\beta=3,158$),

especialmente nos pilares ambiental ($\beta=5,080$) e social ($\beta=3,162$). No entanto, o pilar de governança, embora tenha um coeficiente positivo ($\beta=1,075$), não foi estatisticamente significativo. Isso pode ser explicado pela homogeneidade regulatória já existente para empresas listadas na B3.

A análise realizada pelo método *Propensity Score Matching* (PSM), reforçou ainda mais os resultados, apresentando efeitos mais robustos e estatisticamente significativos em todos os pilares ESG. A diferença média associada à transparência para o ESG agregado foi de 8,915 pontos, sendo de 9,504 no ambiental, 8,252 no social e 6,738 na governança. Todos esses resultados foram estatisticamente significativos. Sendo mais significativo na governança pois o método anterior se mostrou sem efeito expressivo. O PSM revelou que, ao controlar por variáveis observáveis, a governança também é impactada pela transparência, sugerindo que os modelos em painel podem ter suavizado esse efeito por conta de características estruturais comuns entre as empresas.

Gráfico 11 - Média de pontuação nos métodos de efeito fixos e PSM



Fonte: Elaborado pelo autor através dos dados coletados da análise

Esses resultados refutam a hipótese de que a transparência corporativa, via Troféu ANEFAC, seria apenas uma estratégia simbólica para legitimação. Os dados indicam que as empresas tratadas demonstram práticas ESG consistentes e substanciais. No entanto é importante notar que 35 empresas premiadas não foram incluídas na análise por ausência de dados na Refinitiv. Apesar dessa limitação, as evidências obtidas são significativas.

Em síntese, as evidências deste estudo sugerem que a transparência corporativa, reconhecida pelo Troféu ANEFAC, está associada a um desempenho ESG superior, refletindo práticas corporativas consolidadas e não apenas

8 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo investigar se há uma associação significativa entre a transparência corporativa e o desempenho ESG das empresas brasileiras de capital aberto, tendo como *proxy* de transparência o recebimento do Troféu Transparência ANEFAC, e como medida de desempenho ESG o score atribuído pela Refinitiv, em seus três pilares – ambiental, social e governança – no período de 2011 a 2024. A partir de uma abordagem quantitativa, com uso de dados em painel e da técnica de *Propensity Score Matching*, procurou-se isolar o efeito da transparência controlando por características observáveis e não observáveis das firmas.

Os resultados revelaram evidências das empresas reconhecidas por sua transparência informacional apresentam desempenho ESG superior em relação às demais. As estatísticas descritivas indicaram, de forma preliminar, que empresas premiadas apresentam médias mais elevadas nos scores ESG agregado e em cada um dos três pilares. Essa diferença foi corroborada pelos modelos econométricos.

Assim, este trabalho contribuiu para a literatura ao integrar conceitos de transparência corporativa, com base na Teoria da Agência, e práticas ESG padronizadas, preenchendo uma lacuna na literatura brasileira sobre a conexão entre reconhecimento institucional de transparência e desempenho ESG. Inovou ao utilizar o Troféu Transparência ANEFAC como *proxy* de transparência corporativa, combinando modelos de efeitos fixos com *Propensity Score Matching* (PSM) para conferir maior robustez às análises. Adicionalmente, ofereceu evidências sobre a diferenciação entre práticas ESG genuínas e simbólicas no contexto brasileiro, contribuindo para o debate sobre *greenwashing* em mercados emergentes. Por fim, fornece subsídios para investidores, reguladores e gestores avaliarem a autenticidade das práticas ESG e compreenderem o valor estratégico da transparência corporativa.

Apesar das contribuições, o trabalho possui limitações, como a exclusão de empresas não presentes na base da Refinitiv. Para pesquisas futuras, recomenda-se a incorporação de indicadores contínuos de *disclosure*, análise da transparência em contextos específicos (como escândalos ou crises) e a ampliação da amostra.

Dessa forma, a transparência corporativa está positivamente associada ao desempenho ESG, constituindo não apenas um mecanismo de controle e reputação, mas também um ativo simbólico que reforça a posição estratégica das empresas no mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

Adoção De Práticas De ESG Por Empresas Brasileiras: Impacto E Oportunidades. Disponível em: <https://renovaera.com.br/adocao-de-praticas-de-esg-por-empresas-brasileiras/>. Acesso em: 11 abr. 2025.

ABNT NBR 14724:2024 - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS.
Informação e documentação: Trabalhos acadêmicos: Apresentação. Rio de Janeiro, 2024. 12 p. Acesso em: 04 ago. 2025.

ADAMS, Carol A.; ABHAYAWANSA, Subhash. Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for ‘harmonisation’ of sustainability reporting. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 82, p. 102309, 2022. Acesso em: 30 jul. 2025.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; SILVA, Isabela Germano e; GIARETTON, Rodrigo João. **Assimetria informacional e o papel da Comissão de Valores Mobiliários na regulação de diretrizes sobre a divulgação de práticas ASG implementadas por companhias abertas.** RJLB – Revista Jurídica Luso-Brasileira, v. 9, n. 5, p. 689-722, 2023. Acesso em: 19 jul. 2025.

AMCHAM BRASIL. **71% das empresas brasileiras adotam práticas ESG, aponta pesquisa da Amcham Brasil.** Disponível em: <https://www.amcham.com.br/noticias/71-das-empresas-brasileiras-adotam-praticas-esg-aponta-pesquisa-da-amcham-brasil>. Acesso em: 12 maio. 2025.

ANEFAC. **Regulamento – Troféu Transparência.** Disponível em: <https://www.anefac.org.br/transparencia/regulamento/>. Acesso em: 12 mai. 2025.

ANEFAC. **Transparência – o que é? E como afeta o ambiente de negócios: o que você precisa saber sobre os conceitos da transparência corporativa – fatos positivos.** Disponível em: <https://www.anefac.org.br/radar-anefac/transparencia-o-que-e-e-como-afeta->

o-ambiente-de-negocios-o-que-voce-precisa-saber-sobre-os-conceitos-da-transparencia-corporativa-fatos-positivos/. Acesso em: 12 maio. 2025.

ANEFAC. Troféu Transparência 2024: critérios que definem a transparência no Brasil. Revista ANEFAC, 27 nov. 2024. Disponível em: <https://revistaanefac.org.br/2024/11/27/trofeu-transparencia-2024-criterios-que-definem-a-transparencia-no-brasil/>. Acesso em: 10 maio. 2025.

ANEFAC. Troféu Transparência ANEFAC 2024: 30 empresas serão premiadas em São Paulo no dia 24 de outubro. Disponível em: <https://www.anefac.org.br/radar-anefac/trofeu-transparencia-anefac-2024-30-empresas-serao-premiadas-em-sao-paulo-no-dia-24-de-outubro/>. Acesso em: 10 maio. 2025.

ANEFAC. Troféu Transparência: rumo ao futuro uma nova era se inicia. Revista ANEFAC, 10 out. 2022. Disponível em: <https://revistaanefac.org.br/2022/10/10/trofeu-transparencia-uma-nova-era-se-inicia/>. Acesso em: 10 maio. 2025.

ARAUJO, Danilo de Sousa; BAZET, Marcos Paulo Tavares; SOARES, Giancarlo Fernandes; MIRANDA, Gilberto José. **O caso Americanas: análise da fraude sob a ótica da Teoria da Agência.** Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, [S. l.], v. 29, n. 1, p. 79–100, 2024. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/rcmccuerj/article/view/81571>. Acesso em: 29 maio. 2025.

BELL, Matthew. **Why ESG performance is growing in importance for investors.** [S.l.]: EY Global, [s.d.]. Disponível em: https://www.ey.com/en_gl/insights/assurance/why-esg-performance-is-growing-in-importance-for-investors. Acesso em: 01 fev. 2025.

BERETTA, Valentina; DEMARTINI, Maria Chiara; TRUCCO, Sara. **From sustainability to financial performance: the role of SDG disclosure. Measuring Business Excellence**, v. 29, n. 6, 2024. Acesso em: 05 abr. 2025.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property.* New York: The Macmillan Company, 1932. Acesso em: 10 maio. 2025.

BOURDIEU, Pierre. **O poder simbólico**. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1989. Acesso em: 17 maio. 2025.

CASTRO, F. H.; GARCIA, P. P. **Performance of Brazilian companies with the best socio-environmental practices in the COVID-19 crisis**. *Brazilian Review of Finance*, v. 21, n. 2, p. 27–48, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v21n2.2023.88813>. Acesso em: 08 abr. 2025.

COMETTI, Marcelo Tadeu. **Governança corporativa e a Lei: uma perspectiva jurídica essencial**. Blog da Legale Educacional, 20 maio 2025. Disponível em: <https://legale.com.br/blog/governanca-corporativa-e-a-lei-uma-perspectiva-juridica-essencial/>. Acesso em: 01 jun. 2025.

CORDEIRO, L. M.; BEZERRA, A. R. **Auditoria, controle interno e transparência empresarial: uma análise do caso Americanas S.A.** *Revista Ibero-Americana de Humanidades, Ciências e Educação*, v. 10, n. 9, p. 3156–3176, 2024. Acesso em: 01 jun. 2025.

DEGENHART, Larissa; MAINARDI, Rodrigo Almeida; HAUSCHILDT, Rogério. **Contribuição das divulgações socioambientais e características das empresas para a minimização da assimetria informacional: evidências de países da América Latina**. *Cuadernos de Contabilidad*, Bogotá, v. 25, n. 1, p. 1-26, 2024. Acesso em: 17 maio. 2025.

DEL-CASTILLO-FEITO, Cristina; BLANCO-GONZÁLEZ, Alicia; DELGADO-ALEMANY, Rafael. **The relationship between image, legitimacy, and reputation as a sustainable strategy: students' versus professors' perceptions in the higher education sector**. *Sustainability*, v. 12, n. 3, p. 1189, 2020. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/3/1189>. Acesso em: 12 mar. 2025.

DELMAS, Magali A.; BURBANO, Vanessa Cuerel. **The drivers of greenwashing**. *California management review*, v. 54, n. 1, p. 64-87, 2011. Acesso em: 16 ago. 2025.

DEWATRIPONT, Mathias; TIROLE, Jean. **A theory of debt and equity: diversity of securities and manager-shareholder congruence**. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, n. 4, p. 1027-1054, 1994. Acesso em: 17 maio. 2025.

DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. **The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields**. *American Sociological Review*, v. 48, n. 2, p. 147-160, 1983. Acesso em: 17 maio. 2025.

DUARTE, Joice Pereira et al. **OVERSIGHT MECHANISMS AND THE REDUCTION OF GREENWASHING**. *Environmental & Social Management Journal/Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 18, n. 8, 2024. Acesso em: 16 ago. 2025.

ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci; DACIÊ, Franciele do Prado. **Redução da assimetria informacional sob a ótica do controle gerencial: discussão sobre práticas em empresas transparentes**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 15., 2015. Anais [...]. São Paulo: USP, 2015. p. 1-8. Acesso em: 18 maio. 2025.

FREITAS, Igor Ribeiro de Oliveira; SOUZA, Bruno Barbosa de; MIRANDA, Gilberto José. **OCPC 07 e legibilidade das notas explicativas: um estudo com as empresas vencedoras do Troféu Transparência da ANEFAC**. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, v. 15, n. 3, 2024. Disponível em: <https://www.fundace.org.br/racef/article/view/567>. Acesso em: 05 maio. 2025.

GARCÍA-SÁNCHEZ, Isabel-María et al. **Do institutional investors drive corporate transparency regarding business contribution to the sustainable development goals? Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 5, p. 2019-2036, 2020. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/bse.2445>. Acesso em: 27 jan. 2025.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001. Acesso em: 17 ago. 2025.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023. Disponível em: <https://ibgc.org.br/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas-de-governanca-corporativa>. Acesso em: 20 jan. 2025.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Acesso em: 17 maio. 2025.

LAMBERT, Richard; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007. Acesso em: 17 ago. 2025.

LYON, Thomas P.; MAXWELL, John W. Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of economics & management strategy*, v. 20, n. 1, p. 3-41, 2011.

KOPROWSKI, Sirlene; KREIN, Viviane; MAZZIONI, Sady; DAL MAGRO, Cristian Baú. **Governança corporativa e conexões políticas nas práticas anticorrupção**. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 61, n. 2, p. 1-14, 2021. Acesso em: 29 maio. 2025.

PORTA, Rafael La et al. Law and finance. *Journal of political economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998. Acesso em: 17 maio. 2025.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate ownership around the world**. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999. Acesso em: 17 maio. 2025.

LEE, H.; CHEN, C.; LI, M. **Investment efficiency and ESG reporting transparency in Taiwanese companies: an investigative case study**. *The International Journal of Organizational Innovation*, v. 17, p. 101, 2024. Acesso em: 11 jun. 2025.

LOPES, Artur Corrêa et al. **Disclosure socioambiental, reputação corporativa e criação de valor nas empresas listadas na BM&FBovespa**. *Revista Ambiente Contábil*, v. 9, n. 1, p. 364-382, 2017. Acesso em: 11 jun. 2025.

LSEG. Environmental, social and governance scores from LSEG. Disponível em: <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>. Acesso em: 09 abr. 2025.

Manual da PUC-SP - PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO. Sistema de Bibliotecas. **Manual para elaboração do trabalho acadêmico: citações e referências em padrão ABNT**. São Paulo, 2025. Acesso em: 04 ago. 2025.

MARQUES, Thiago De Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. **A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas**. RAM – Revista de Administração Mackenzie, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015. 17 maio. 2025.

MARQUES, Vagner Antonio; SILVA, Fabrine Gonçalves Dias da; LOUZADA, Luiz Cláudio; AMARAL, Hudson Fernandes; SOUZA, Antônio Artur de. QUALIDADE INFORMACIONAL E NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA: UM ESTUDO ENTRE EMPRESAS GANHADORAS E NÃO GANHADORAS DO TROFÉU TRANSPARÊNCIA FIPECAFI-SERASA EXPERIAN / Informational quality and transparency level: a study between companies a winning nd non-winning tran. **RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, [S. l.], v. 14, n. 2, p. 769–796, 2015. DOI: 10.18593/race.v14i2.5912. Disponível em: <https://periodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/5912>. Acesso em: 13 jun. 2025.

MARQUES, Vagner Antônio; PEIXOTO, Nataniel Geraldo Mendes; BICALHO, Erika Michelle da Silva; AMARAL, Hudson Fernandes. O EFEITO DO NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA SOBRE A HETEROGENEIDADE DAS DÍVIDAS: UM ESTUDO EMPRESAS GANHADORAS E NÃO-GANHADORAS DO PRÊMIO DE TRANSPARÊNCIA ANEFAC-SERASA-EXPERIAN. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, [S. l.], v. 1, n. 2, p. 104–123, 2019. DOI: 10.14392/ASAA.2019120206. Disponível em: <https://asaa.anpcont.org.br/asaa/article/view/288>. Acesso em: 13 jun. 2025.

NEVES, Camila Bezerra Correia. **O desempenho corporativo em ESG e a performance financeira das empresas brasileiras**. 2022. 117 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2022. Acesso em: 05 abr. 2025.

ORTEGA CARRASCO, P.; FERRÓN VÍLCHEZ, V. **Envio de sinais de responsabilidade social corporativa: quais características organizacionais devem ser atendidas?** Revista Brasileira de Gestão de Negócios, v. 24, n. 1, p. 92-111, 2022. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/4635>. Acesso em: 30 jul. 2025.

OSWALD, Dennis; YOUNG, Steven. **Share reacquisitions, surplus cash, and agency problems**. Journal of Banking & Finance, v. 32, n. 5, p. 795-806, 2008. Acesso em: 04 fev. 2025.

REFINITIV. ESG Scores. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>. Acesso em: 20 dez. 2024.

REIS, Maria Aparecida Alves et al. **Empresas com transparência na divulgação dos relatórios contábeis apresentam melhores desempenhos, econômico-financeiro e de sustentabilidade?** 2022. Acesso em: 30 maio. 2025.

SÁ, Antônio Lopes de. **Código de ética e mercado**. Salvador: Conselho Regional de Contabilidade do Estado da Bahia (CRCBA), 2019. Disponível em: https://www.crcba.org.br/boletim/artigos/codigo_de_etica_e_mercado.pdf. Acesso em: 12 jul. 2025.

SANTOS, Djones Derkyan Teixeira dos et al. A influência da divulgação de relatórios ESG na performance de empresas de energia listadas na B3. In: ENGEMA – Encontro Internacional sobre Gestão Empresarial e Meio Ambiente, 2023. Disponível em: https://engemausp.submissao.com.br/25/anais/download.php?cod_trabalho=586. Acesso em: 20 jul. 2025.

SANTOS, Geovane Camilo et al. **Empresas com transparência na divulgação dos relatórios contábeis apresentam melhores desempenhos, econômico-financeiro e de**

sustentabilidade? Cuadernos de Contabilidad, v. 24, n. 24, p. 18, 2023. Acesso em: 18 jun. 2025.

SHARAWI, Hossam. **The impact of ESG disclosure on financial reporting quality: evidence from KSA.** SSRN, 2024. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5092540. Acesso em: 10 jul. 2025.

SILVA, Mauro Santos. **Governança corporativa: argumentos teóricos e recomendações de política associadas à abordagem de agência.** 2018. Disponível em: repositorio.ipea.gov.br/server/api/core/bitstreams/7418fcce-9101-4864-8970a5c351d53491/content , Acesso em: 10 jul. 2025.

SPENCE, Michael. **Job market signaling.** In: Uncertainty in economics. New York: Academic Press, 1978. p. 281-306. Acesso em: 25 jun. 2025

SUCHMAN, Mark C. **Managing legitimacy: strategic and institutional approaches.** Academy of Management Review, v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995. Acesso em: 25 jun. 2025.

TRIPATHI, Vanita; BHANDARI, Varun. **Socially responsible investing-an emerging concept in investment management.** FIIB Business Review, v. 3, n. 4, p. 16-30, 2014. Acesso em: 25 jun. 2025.

TSANG, Albert; FROST, Tracie; CAO, Huijuan. **Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: a literature review.** The British Accounting Review, v. 55, n. 1, p. 101149, 2023. Acesso em: 17 maio. 2025.

UN GLOBAL COMPACT. **Who Cares Wins: Connecting financial markets to a changing world.** Genebra: United Nations, 2004. Disponível em: https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf. Acesso em: 18 jun. 2025.

WHELAN, Tensie et al. **ESG and financial performance: uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020.** New York:

NYU Stern Center for Sustainable Business: Rockefeller Asset Management, 2021. Acesso em: 20 jul. 2025.

XIE, C.; NOE, T.; WANG, W. **Corporate ESG disclosure and firm value: Evidence from global companies.** *Journal of Business Ethics*, v. 157, n. 2, p. 393-412, 2019. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-017-3672-6>. Acesso em: 21 jun. 2025.

YU, Haixu et al. **Does environmental, social, and governance news coverage affect the cost of equity? A textual analysis of media coverage.** *Frontiers in Public Health*, v. 13, p. 1509167, 2025. Acesso em: 26 jul. 2025.