

RELAÇÃO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL COM O EARNINGS RESPONSE COEFFICIENT

Lauren Dal Bem Venturini ¹
Leonardo Flach ²

▪ Artigo recebido em: 14/09/2023 ▪ Artigo aceito em: 09/08/2024

RESUMO

Este estudo analisa a relação entre o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o Coeficiente de Resposta aos Lucros (*Earnings Response Coefficient – ERC*) das empresas não financeiras listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, no período de 2011 a 2019. A amostra abrange 215 companhias, com dados obtidos do banco de dados Economatica®. Por meio de regressão múltipla robusta de mínimos quadrados ordinários (OLS) e regressão quantílica, os resultados indicam haver associação entre o ISE e a perspectiva de lucros futuros inesperados (ERC). Assim, as ações desenvolvidas pelas companhias para atender aos requisitos de sustentabilidade empresarial são percebidas positivamente pelos investidores. Além disso, no contexto analisado, identificaram-se outros determinantes do ERC: tamanho da companhia, persistência dos lucros e alavancagem de curto prazo. No entanto, não se verificou um efeito moderador do ISE sobre o ERC quando a entidade apresenta persistência dos lucros. Isso pode sugerir que as práticas socioambientais e a persistência dos lucros são avaliadas de forma independente como indicadores de desempenho futuro, considerando que cada investidor pode adotar critérios e perspectivas diferentes quanto ao valor das práticas de sustentabilidade. Dessa forma, esta pesquisa contribui para a literatura contábil em mercados emergentes ao demonstrar que dados relacionados à sustentabilidade empresarial fornecem informações relevantes para as expectativas de lucros futuros, o que pode aprimorar o processo de avaliação das empresas pelos investidores. Adicionalmente, ressalta-se que os gestores devem considerar que investimentos em práticas sustentáveis geram expectativas positivas de lucros futuros entre os investidores. Por fim, os pares podem utilizar as empresas listadas em índices de sustentabilidade empresarial como referência para impulsionar e/ou implementar ações sustentáveis.

¹ Doutoranda em Contabilidade na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). PPGC – CSE, Bloco F, Campus Trindade, CEP 88040-970 – Florianópolis, SC, Brasil.
laurenvventurini@hotmail.com
<http://orcid.org/0000-0003-4185-9842>

² Pós-doutor em Contabilidade e Finanças pelo Massachusetts Institute of Technology (MIT/EUA). Professor da graduação e pós-graduação em Contabilidade na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). PPGC – CSE, Bloco F, Campus Trindade, CEP 88040-970 – Florianópolis, SC, Brasil. leonardo.flach@gmail.com
<http://orcid.org/0000-0002-4316-0704>

Palavras-Chave: Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Coeficiente de Resposta aos Lucros (ERC). Informatividade do Preço das Ações.

RELATIONSHIP BETWEEN THE CORPORATE SUSTAINABILITY INDEX AND THE EARNINGS RESPONSE COEFFICIENT

ABSTRACT

This study analyzes the relationship between the Corporate Sustainability Index (ISE) and the Earnings Response Coefficient (ERC) of non-financial companies listed on B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, from 2011 to 2019. The sample comprises 215 companies, with data obtained from the Economatica® database. Using robust multiple ordinary least squares (OLS) regression and quantile regression, the results indicate an association between the ISE and the prospect of unexpected future earnings (ERC). Thus, actions undertaken by companies to meet corporate sustainability requirements are perceived positively by investors. Additionally, in the analyzed context, other determinants of the ERC were identified: company size, earnings persistence, and short-term leverage. However, no moderating effect of the ISE on the ERC was observed when the entity exhibited earnings persistence. This may suggest that socio-environmental practices and earnings persistence are evaluated independently as indicators of future performance, considering that each investor may adopt different criteria and perspectives regarding the value of sustainability practices. Therefore, this research contributes to the accounting literature in emerging markets by demonstrating that data related to corporate sustainability provide relevant information for future earnings expectations, potentially enhancing investors' company valuation processes. Furthermore, it highlights that managers should consider that investments in sustainable practices generate positive expectations of future earnings among investors. Finally, peers can use companies listed on sustainability indices as benchmarks to drive and/or implement sustainable actions.

Keywords: Corporate Sustainability Index (ISE). Earnings Response Coefficient (ERC). Stock Price Informativeness.

1 INTRODUÇÃO

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da bolsa brasileira foi criado em 2005, sendo pioneiro na América Latina (Teixeira et al., 2011). É um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial (ISE B3, 2023). O ISE define a sustentabilidade corporativa por meio de sete dimensões: geral, natureza do produto, governança corporativa, econômico e financeiro, ambiental, social e mudanças climáticas (Schrippe & Ribeiro, 2019; Souza et al., 2019). Portanto, o ISE representa o compromisso da empresa em atuar de forma econômica, social e ambientalmente sustentável, reconhecendo os interesses dos diversos públicos relacionados (Kansal et al., 2014).

Uma empresa que atende aos requisitos do índice ISE desponta no mercado como referência em promover práticas sustentáveis e

comprometimento com as questões ambientais, sociais e de governança (Teixeira et al., 2011). Por ser gerido pela B3 e sintetizar nível de performance de sustentabilidade, parece razoável supor que o ISE sinalize segurança ao investidor, eliminando a necessidade de investigar detalhadamente quais são essas ações. Nesta perspectiva, ser uma empresa do ISE apoia os acionistas na tomada de decisões de investimento e induz outras a adotarem ações sustentáveis, uma vez que as práticas ambientais, sociais e de governança corporativa contribuem para a perenidade do negócio (ISE B3, 2023).

Práticas de responsabilidade social corporativa são iniciativas voluntárias (Rezaee et al., 2020), mas têm recebido atenção notável em contabilidade e finanças; pois as companhias de capital aberto, além do enfoque na maximização do lucro, têm atuado para aumentar a riqueza dos acionistas e proteger os interesses de outras partes interessadas, incluindo a sociedade e o meio ambiente (Rezaee et al., 2016). Em essência, as empresas com comportamento sustentável vão além da mera busca pela rentabilidade e visam à maximização de valor para os acionistas. Elas demonstram comportamento ético ao alocar recursos para projetos sustentáveis em relação aos lucros declarados de um determinado ano e buscam fornecer informações financeiras mais transparentes e confiáveis (Kim et al., 2012).

As classificações de sustentabilidade destinam-se, principalmente, a fornecer às partes interessadas dados sobre indicadores ambientais, sociais e de governança. Esses índices medem a exposição das empresas à gestão de riscos e oportunidades não financeiras (Clementino & Perkins, 2021) e oferecem uma das poucas fontes comparáveis de dados sobre políticas, práticas e desempenhos relacionados ao comprometimento sustentável (Crane et al., 2019). Consequentemente, essas categorizações assumem um significado considerável para as empresas, influenciando como os principais públicos as percebem, valorizam e interagem com elas (Martins, 2005). Entre esses públicos, os investidores são os mais importantes, pois cada vez mais utilizam dados sobre sustentabilidade para avaliar o comportamento ético e sustentável das empresas em que investem (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

O ISE, por ser um índice anual, demonstra que houve alocação de recursos para projetos sustentáveis em relação aos lucros apurados em um determinado ano, e que, para a continuidade e monitoramento desses investimentos, serão necessárias novas ações (Kansal et al., 2014). Degenhart et al. (2017) evidenciam que a sustentabilidade nas operações empresariais e o retorno das ações das empresas podem ser interdependentes, pois o lucro pode viabilizar ações sustentáveis que, por sua vez, podem contribuir com os lucros futuros das empresas. Por exemplo, iniciativas ambientais relativas à redução dos níveis de poluição ou economia de custos de energia podem exigir grande despesa de capital inicial, mas, no longo prazo, tendem a reduzir os passivos ambientais e os contingentes (Jain et al., 2016), elevando os lucros futuros.

As divulgações sobre o desempenho da sustentabilidade ambiental, econômica e social podem fortalecer a sustentabilidade e o desempenho financeiro, aumentar a capacidade de inovação e a criação de valor das empresas (Ahmad et al., 2023), além de criar vantagem competitiva, seja pela

possibilidade de serem recompensadas pelo mercado, seja por evitar riscos (Allais et al., 2017).

Fatemi et al. (2015) documentam que, em certas circunstâncias, os gastos com práticas empresariais direcionados à sustentabilidade contribuem para a avaliação positiva da empresa. Dechow et al. (2014) reforçam que, embora os lucros sejam importantes para os investidores, os indicadores de desempenho não financeiros também afetam o preço das ações. Cai et al. (2019) destacam que a divulgação de práticas de sustentabilidade pelas companhias reduz a desvantagem informacional dos investidores estrangeiros e facilita o investimento internacional. Além disso, empresas focadas no desempenho sustentável são menos propensas a se envolverem em práticas de gerenciamento de resultados (Kim et al., 2012), apresentam melhor desempenho financeiro e de mercado e têm menor custo de capital (Dhaliwal et al., 2011; Ghoul et al., 2011; Goss & Roberts, 2011; Ng & Rezaee, 2015).

Kim et al. (2012) sinalizam a necessidade de pesquisas que considerem a visão de longo prazo e avaliem os aspectos de responsabilidade social e ambiental das empresas e desempenho financeiro. Fatemi et al. (2015) salientam haver mais estudos abordando o impacto do envolvimento em práticas sustentáveis no desempenho financeiro e poucos contemplando a perspectiva da avaliação empresarial. Degenhart et al. (2017) observaram associação positiva da dummy do ISE com a relevância das informações contábeis no contexto brasileiro, no período de 2011 a 2015, e sugeriram novos estudos com um horizonte temporal maior. Essa recomendação pode ser devido à relação entre comprometimento sustentável e relevância das informações contábeis ser inconclusiva, pois também há estudos observando associação negativa (Hong et al., 2012; Giuli & Kostovetsky, 2014; Gras-Gil et al., 2016; Grougiou et al., 2014).

Em geral, as informações que atraem investidores estão relacionadas ao lucro e à valorização das ações (preço), pois ambas indicam o desempenho de uma empresa (Lee, 2018). Quando os investidores recebem informações prospectivas com baixa incerteza sobre os fluxos de caixa futuros, eles incorporam essas informações imediatamente em suas atividades de negociação de ações. Essa incorporação da previsão do mercado de lucros futuros na relação retorno-lucro, na literatura de contabilidade financeira, tem sido medida pelo *Earnings Response Coefficient* (ERC) (Kothari & Sloan, 1992; Lee, 2018).

Assim, o ERC é utilizado para mensurar o retorno anormal de mercado contra inesperados relatos de prospectivos componentes de lucros, sejam eles aspectos financeiros ou não das empresas (Collins et al., 1994; Lundholm & Myers, 2002). O ERC presume que lucros contábeis estão relacionados a dividendos futuros e, portanto, possíveis ganhos futuros inesperados fazem com que os investidores revisem suas expectativas atuais da empresa, ocasionando mudanças no preço das ações (Collins & Kothari, 1989). Logo, os retornos das ações atuais tendem a refletir informações prospectivas de valor relevante sobre lucros futuros.

Com base na Teoria da Sinalização, a gestão de uma empresa adota práticas de sustentabilidade para se diferenciar de outras empresas que não as adotam, sugerindo assim um desempenho superior (Ng & Rezaee, 2015). Ainda, as empresas que investem em sustentabilidade, a longo prazo, têm acesso

facilitado e menor custo de capital (Dhaliwal et al., 2011; Ghoul et al., 2011; Goss & Roberts, 2011; Ng & Rezaee, 2015), redução de riscos (Allais et al., 2017; Silva et al., 2015), aumento da eficiência operacional (Kim et al., 2012), da reputação (Du et al., 2010; Kansal et al., 2014) e do desempenho financeiro (Jain et al., 2016; Khan et al., 2016; Kim et al., 2012; Ng & Rezaee, 2015; Rezaee, 2016). Por conseguinte, práticas de sustentabilidade reduzem custos corporativos e melhoram o valor e o desempenho corporativo (Fatemi et al., 2015; Ng & Rezaee, 2015). Esses benefícios da reputação ambiental corporativa atraem investidores (Ng & Rezaee, 2015) e são úteis na previsão de lucros futuros (García-Ayuso & Larrinaga, 2003; Hussainey & Salama, 2010).

Neste contexto, o ISE, métrica que reflete o compromisso de uma companhia com práticas de sustentabilidade (ISE B3, 2023; Kansal et al., 2014; Schrippe & Ribeiro, 2019; Souza et al., 2019), pode ser uma informação relevante da companhia capaz de explicar o comportamento inesperado dos lucros futuros pelos acionistas. Para tanto, este estudo analisa a relação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com o Coeficiente de Resposta aos Lucros (*Earnings Response Coefficient* – ERC) das empresas não financeiras listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2011 a 2019.

O estudo se faz relevante, por investigar o comportamento de um item que abrange o desempenho empresarial em diversas dimensões (econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas) com um item de nível de mercado (ERC) em um país emergente. Também por considerar tanto a questão de pertencer ou não ao ISE (Degenhart et al., 2017) quanto o percentual ISE, que reflete o desempenho da empresa em sete dimensões, avaliando, entre outros, elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros integradamente (Schrippe & Ribeiro, 2019). Isso permite diferenciar as companhias que têm mais transparéncia nas informações em termos de sustentabilidade, sendo essa transparéncia mais sensível à assimetria de informações sobre possíveis lucros futuros do que o fato de ter ou não um índice de desempenho sustentável (Aleknevičienė & Stralkutė, 2023). Com isso, avançam os resultados de Degenhart et al. (2017), que verificaram ser ou não do ISE em relação à relevância da informação contábil.

Outro aspecto singular desta pesquisa é a utilização da regressão quantílica, pois dividir a amostra em quantis é importante, já que agrupa empresas com tamanhos diferentes em termos de recursos, capacidades e desempenho em relação à variável dependente. Ou seja, será possível observar se um maior percentual de atendimento ao ISE implica maior expectativa de lucros futuros (ERC). Ainda, o mercado brasileiro é atraente para investigação, pois a carteira ISE reúne, em média, anualmente, 46 ações de 39 companhias listadas. Elas somam R\$ 1,74 trilhão em valor de mercado, equivalendo a 41,08% do total do valor das empresas com ações negociadas na B3 (ISE B3, 2023). Logo, o fato de uma empresa pertencer ao ISE B3 é um diferencial de mercado percebido pelos investidores.

Os resultados desta pesquisa podem ser úteis aos investidores, gerentes e empresas pares, ao abordarem a informatividade da política de desempenho empresarial mensurada pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no coeficiente de resposta aos lucros (ERC). Os investidores podem observar o ISE

como um item informativo à perspectiva de lucros futuros e, com base na reação dessa confiança, os gestores podem decidir manter, implementar ou elevar os investimentos em questões sustentáveis. Por consequência, os pares podem utilizar as empresas listadas no ISE como benchmarks para impulsionar ações sustentáveis.

No âmbito teórico, avançam-se as pesquisas de: Degenhart et al. (2017), ao avaliar uma janela temporal maior e outra proxy para ISE (percentual do ISE) e outra para relevância da informação contábil (ERC); Dewi (2015), ao se contemplar variáveis contábeis que podem afetar o ERC e não apenas a sustentabilidade corporativa; e Pimentel (2015), ao considerar efeito de um índice de sustentabilidade corporativa (ISE) no ERC. Além disso, em relação à Teoria da Sinalização, evidenciam-se elementos de performance empresarial não financeiros que podem ser úteis aos investidores para estimar a previsibilidade de lucros futuros.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 examina a literatura sobre responsabilidade social corporativa e perspectiva de lucros futuros; a seção 3 descreve a metodologia da pesquisa; e a seção 4 apresenta e discute os achados com a literatura. Por fim, a seção 5 relata as conclusões, as limitações e as sugestões de pesquisas futuras.

2 RELAÇÃO ENTRE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E LUCROS FUTUROS INESPERADOS

A otimização da lucratividade já não é percebida como a única maneira de sustentar uma empresa, tendo em vista que externalidades negativas podem afetar a imagem da organização e isso provocar a redução do preço de suas ações (Dewi, 2015). Nesse sentido, as empresas têm direcionado esforços e recursos para ações sustentáveis como uma de suas estratégias para atingir um desempenho corporativo sustentável, que engloba medidas de desempenho financeiro, social e ambiental (Machado et al., 2009; Silva et al., 2015).

A responsabilidade social corporativa é definida pelo Conselho Empresarial Mundial para o Desenvolvimento Sustentável (1998) como o compromisso das empresas em contribuir para o desenvolvimento econômico e sustentável, trabalhando com funcionários, suas famílias, a comunidade local e a sociedade em geral para melhorar sua qualidade de vida. Demonstra o pacto da empresa em atuar de maneira sustentável nas dimensões econômica, social e ambiental, atendendo às expectativas dos stakeholders (Kansal et al., 2014).

As práticas empresariais sustentáveis abrangem a gestão empresarial, sendo como as empresas agem, sua postura ética e a preocupação social e ambiental (Machado et al., 2009). Para tanto, é preciso que as empresas planejem ações e aloque recursos, conjecturando-se que as práticas de sustentabilidade estão associadas ao desempenho financeiro e à qualidade dos lucros, tendo em vista serem aspectos integrados à missão, à cultura empresarial, ao planejamento estratégico e ao modelo de negócio (Rezaee, 2016).

Pesquisadores relatam que as atividades de sustentabilidade e o desempenho relacionado estão associados ao desempenho financeiro,

qualidade dos lucros, custo de capital e, portanto, ao valor da empresa (Dhaliwal et al., 2011; Ghoul et al., 2011; Goss & Roberts, 2011; Jain et al., 2016; Khan et al., 2016; Kim et al., 2012; Ng & Rezaee, 2015). Em decorrência disso, empresas com foco no desempenho sustentável são menos propensas a se envolverem em gerenciamento de resultados (Kim et al., 2012).

Ng e Rezaee (2015) destacam que as empresas com bom desempenho sustentável tendem a atrair mais investidores a longo prazo e a ter menor custo de capital. Fatemi et al. (2015) documentam que, em certas circunstâncias, os investimentos em sustentabilidade corporativa contribuem para a avaliação da empresa, sugerindo que o engajamento em tais atividades cria valor para um amplo conjunto de partes interessadas, inclusive os acionistas. Dechow et al. (2014) sinalizam que os investidores reagem à informação do lucro, mas que indicadores de desempenho não financeiros também são relevantes para eles.

Assim, o envolvimento das companhias em práticas empresariais sustentáveis suscita atitudes favoráveis das partes interessadas, resultando em apoio (por exemplo, comprar, buscar emprego, investir na empresa), e, a longo prazo, constrói uma imagem positiva e fortalece as relações empresariais (Du et al., 2010). Fatemi et al. (2015) elucidam que, embora as despesas com compromisso social empresarial possam inicialmente drenar os recursos da empresa e reduzir seus fluxos de caixa imediatos, os benefícios a médio e a longo prazo superam frequentemente os custos. Portanto, tais investimentos têm uma influência positiva no valor da empresa, melhorando sua probabilidade de sobrevivência, prolongando a longevidade de seu fluxo de caixa e reduzindo seu custo de capital.

Becchetti et al. (2012) reforçam que a sustentabilidade corporativa tem um efeito positivo no valor de mercado das empresas, por ser um conceito de gestão que integra a busca por lucros e aumento de valor com o atendimento de interesses sociais e ambientais (Akmeşe et al., 2016; Kadlubek, 2015). Por conseguinte, as informações sobre a responsabilidade empresarial socioambiental são importantes para os usuários que desejam avaliar o compromisso das empresas com questões ambientais e sociais (Clarkson et al., 2008).

Crisóstomo et al. (2011) argumentam que a aplicação de orçamento em atividades de responsabilidade empresarial socioambiental só é válida para acionistas e credores se houver uma perspectiva de retorno. Resultados empíricos fornecem evidências de que as informações de reputação ambiental corporativa influenciam os preços das ações, sendo úteis para os investidores na previsão de lucros futuros (García-Ayuso & Larrinaga, 2003; Hussainey & Salama, 2010). Nesse sentido, as empresas com pontuações mais altas de reputação ambiental podem exibir maior credibilidade de lucros futuros do que aquelas com pontuações menores.

No Brasil o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005 (Teixeira et al., 2011), diz respeito a uma carteira formada por ações de empresas com autêntico comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial e atuantes como promotoras de boas práticas no meio empresarial brasileiro (ISE B3, 2023). O ISE tem o intuito de averiguar o quanto uma empresa está alinhada à “proposta de sustentabilidade”, sendo um

componente essencial da responsabilidade social corporativa (Duda et al., 2022). Em outras palavras, o ISE mensura a cultura sustentável da empresa.

O ISE é uma ferramenta para a análise comparativa do desempenho das companhias sob a perspectiva da sustentabilidade corporativa, fundamentada na eficiência econômica, no equilíbrio ambiental, na justiça social e na governança corporativa (ISE B3, 2023). Este entendimento aponta as entidades quanto à qualidade e ao nível de comprometimento com o desenvolvimento sustentável (Souza et al., 2019). Essa distinção se amplia com critérios relacionados à equidade, transparência, prestação de contas, natureza do produto e desempenho organizacional sob as abordagens econômico-financeiras, sociais, ambientais e de mudanças climáticas (ISE B3, 2023; Schrippe & Ribeiro, 2019).

Pesquisas abrangendo o ISE indicam que ele é um referencial mais adequado para investidores do que para gestores (Barbosa, 2007) e que demonstra retornos médios semelhantes aos demais índices de ações (Machado et al., 2009; Rezende et al., 2007). Contudo, diferencia-se em aspectos como menor volatilidade e menor exposição ao risco, proporcionando maior segurança para os investidores em períodos de turbulência na economia (Silva et al., 2015). Freitas et al. (2019) constatam que as empresas participantes do ISE possuem maior capacidade de honrar seus compromissos, com ou sem dependência de seu estoque, maior controle das dívidas de curto prazo e maior rentabilidade, sinalizando viabilidade para os acionistas investirem nessas entidades. Dessa forma, a publicação das empresas atuantes no ISE B3 apoia os acionistas na tomada de decisões de investimento (ISE B3, 2023).

O preço das ações de uma empresa está diretamente ligado ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, calculado por meio do desconto desses fluxos de caixa a uma taxa que reflete o risco e o custo do capital (Damodaran, 2012). Portanto, mudanças nas expectativas de fluxos de caixa futuros, no risco percebido ou na taxa de desconto podem ter um impacto significativo no preço das ações. Nesse contexto, as atividades sociais e ambientais criam valor para os acionistas, por aumentarem as expectativas de elevação dos lucros futuros, considerando que o compromisso com a sustentabilidade pode melhorar o desempenho financeiro, reduzir custos e riscos e aumentar receitas (Becchetti et al., 2012).

Os investidores tendem a reagir às perspectivas futuras de lucro derivadas da maneira como as empresas agem, sua postura ética e preocupação social e ambiental (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). As ações sustentáveis evitam passivos contingentes (Jain et al., 2016), contribuindo para prever fluxos de caixa futuros mais estáveis e elevar a percepção de uma futura distribuição de lucro. Essa incorporação da expectativa de lucros futuros na contabilidade financeira tem sido mensurada por meio do coeficiente de resposta aos lucros (ERC) (Kothari & Sloan, 1992). O ERC mede o retorno anormal de mercado em resposta a relatos inesperados de componentes prospectivos de ganho, ou seja, relaciona-se com aspectos financeiros ou não das empresas (Collins et al., 1994; Lundholm & Myers, 2002). O ERC presume que lucros contábeis estão relacionados a dividendos futuros e, portanto, ganhos futuros inesperados levam os investidores a revisarem suas expectativas sobre a empresa, provocando mudanças no preço das ações (Collins & Kothari, 1989).

A ideia central é que os maiores índices ISE influenciam em maior resposta dos acionistas às perspectivas de lucros futuros, por distinguirem as empresas que têm mais transparência nas informações sobre responsabilidade socioambiental, indo além de apenas adotar questões sustentáveis em seus modelos de negócios (Aleknevičienė & Stralkutė, 2023). Além disso, Kansal et al. (2014) apontam que as empresas tendem a realizar mais ações sustentáveis para manter sua imagem de ser ética empresarialmente, demonstrando envolvimento contínuo com fins socialmente desejáveis e reforçando padrões elevados estabelecidos no passado. Elas utilizam prêmios e certificações de compromisso social empresarial como proxies para a reputação corporativa.

García-Ayuso & Larrinaga (2003) e Hussainey e Salama (2010) evidenciam que as empresas com pontuações mais altas de reputação ambiental exibem previsões de preço das ações maiores do que aquelas com pontuações mais baixas. Além disso, a integração das questões de sustentabilidade aos processos de negócios sugere o alcance da estabilidade financeira e sucesso a longo prazo (Fatemi et al., 2015), decorrentes da oportunidade de crescimento das empresas (*market to book*). Assim, pelo ISE ser um índice que exige mais certificações (Souza et al., 2019) e pelos benefícios de longo prazo que as ações sustentáveis proporcionam às companhias, é possível que ele sinalize informações prospectivas (retornos anormais) de lucros futuros aos investidores.

Por outro lado, pesquisas denotam relação negativa entre a sustentabilidade corporativa e a relevância das informações contábeis. Hong et al. (2012) destacam que a “bondade onerosa” e “um complemento aos lucros” nem sempre implicam retorno das ações no mercado acionário. Giuli e Kostovetsky (2014), Gras-Gil et al. (2016) e Grougiou et al. (2014) revelam que o aumento do compromisso social empresarial associa-se a retornos negativos das ações. Ou seja, sugerem que quaisquer benefícios da responsabilidade empresarial socioambiental destinados às partes interessadas ocorrem às custas do valor da empresa, tendo em vista que os resultados futuros indicam declínio do retorno sobre os ativos. Neste estudo, seguindo a maioria da literatura, estabelece-se a relação direcional positiva entre o ISE e o ERC (H_1):

H_1 : o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) afeta positivamente o ERC.

Os fundamentos da empresa, que determinam a incerteza sobre a realização dos fluxos de caixa futuros, podem ser responsáveis por uma parte significativa da associação entre os retornos atuais e os lucros futuros, mesmo antes de os gestores exercerem seu poder de decisão sobre relatórios financeiros e divulgações voluntárias (Lee, 2018). O pressuposto é que companhias com bom desempenho (Hong et al., 2012) e perspectivas de sobrevivência (lucros persistentes) (Fatemi et al., 2015) investem em práticas socialmente responsáveis.

A persistência dos lucros implica expectativa de uma entidade poder gerar lucros duradouros, de modo que os lucros correntes são compreendidos como de alta qualidade e indicativos de lucros futuros (Dichev et al., 2013), tendo em vista que as firmas com maior persistência dos lucros apresentam menor risco (Pimentel, 2015). Assim, as empresas mantêm constância de seus resultados,

visando reduzir o risco derivado da previsão dos resultados e atrair investidores (Arruda et al., 2015).

As empresas do ISE são vistas como mais transparentes e comprometidas com práticas éticas, aumentando a confiança dos investidores (ISE B3, 2023; Kansal et al., 2014). Isso significa que, quando essas entidades anunciam lucros, o mercado está mais inclinado a acreditar que são lucros sustentáveis e não advindos de gerenciamento contábil. Além disso, empresas com responsabilidade corporativa têm menor custo de capital, refletindo em menor volatilidade dos lucros (Dhaliwal et al., 2011; Goss & Roberts, 2011). As práticas sustentáveis adotadas pelas companhias do ISE reduzem riscos operacionais e legais (Silva et al., 2015), contribuindo para uma base de lucros mais estável e previsível. Essas práticas frequentemente resultam em maior eficiência operacional e inovação, levando a um desempenho financeiro sólido e sustentável (Kim et al., 2012).

Em suma, os investidores podem ter uma perspectiva de lucros futuros maiores em empresas que mantêm a sustentabilidade dos lucros e investem em ações sustentáveis, as quais visam, a longo prazo, elevar o desempenho da empresa. Dessa forma, pertencer ao ISE e ter persistência dos lucros podem sinalizar ao mercado que esses lucros são provavelmente sustentáveis e de alta qualidade, resultando em uma associação positiva com o retorno anormal das ações (ERC). Essa discussão leva à hipótese de pesquisa que explora a conexão entre ISE e ERC, considerando a persistência de lucros (H_2):

H_2 : empresas com ISE e persistência dos lucros têm associação positiva ao ERC.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra consiste em 215 empresas brasileiras não financeiras listadas B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2011 a 2019, com dados disponíveis, no mínimo, em quatro anos no banco de dados da Economatica® para apuração da variável dependente (ERC). Apenas quatro empresas possuem o mínimo de observações, enquanto as demais têm cinco ou mais anos com dados, sendo que 89,39% apresentam sete ou mais anos de informações. Trata-se de um período pós-adoção da IFRS, sem considerar os reflexos da pandemia (crise) da Covid-19, que pode ter resultados específicos e bastante distintos dos obtidos no recorte amostral desta pesquisa, dado o ambiente volátil (níveis críticos de liquidez) em diversos setores empresariais (Nicola et al., 2020). Ainda, visando obter uma amostra comparável, as empresas do setor financeiro foram excluídas, por possuírem estrutura patrimonial (ativos e passivos específicos do seu setor), regulatória e modelo de negócio próprio (Degenhart et al., 2017).

No que tange ao delineamento da pesquisa, realizou-se um estudo descritivo, quantitativo e documental. Os dados anuais são analisados por meio da estatística descritiva, matriz de correlação e regressão linear múltipla via mínimos quadrados ordinários (OLS), assim como em Pimentel (2015), e regressão quantílica, a qual visa compreender se as empresas que dispõem de percentual ISE extremo (quantis maiores ou menores) têm maior ou menor

coeficiente de resposta aos lucros. Ainda, ilustra-se, por meio de gráfico, o comportamento das empresas pertencentes ao índice ISE de 2011 a 2019.

Para testar a hipótese 1, de que o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) afeta positivamente o ERC e a hipótese 2, de que empresas com ISE e persistência dos lucros têm associação positiva com o ERC, a Equação 1 foi utilizada. As variáveis estão definidas na Tabela 1, contendo sua descrição, sigla, métrica, sinal esperado e suporte teórico.

$$ERC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ISE_{it} + \alpha_2 TAM_{it} + \alpha_3 R\beta T_{it} + \alpha_4 MBT_{it} + \alpha_5 ALA_{it} + \alpha_6 PER + \alpha_7 PER * ISE \varepsilon \quad (1)$$

Tabela 1
Variáveis da pesquisa

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal esperado	Suporte teórico
VARIÁVEL DEPENDENTE				
Earnings Response Coefficient (Coeficiente de Resposta aos Lucros)	ERC	Estimado conforme a Tabela 2		Collins et al. (1994); Kallapur et al. (1994)
VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE				
Índice de Sustentabilidade Empresarial	ISE	Percentual de participação no índice ISE B3 – ISEP	+	Aleknevičienė & Stralkutė (2023)
		Variável dummy, assumindo 1 para empresas listadas no índice ISE B3 e 0 caso contrário – ISED		Degenhart et al. (2017)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE				
Tamanho da companhia	TAM	Logaritmo natural dos ativos totais	+	Collins & Kothari (1989)
Risco beta	RBT	Valor obtido diretamente do banco de dados da Economática®, modelo CAPM dos últimos 5 anos	-	Collins & Kothari (1989)
Market to book (oportunidade de crescimento)	MBT	Valor de mercado das ações dividido pelo patrimônio líquido	+	Collins & Kothari (1989)
Estrutura de capital (alavancagem)	ALA	Soma do passivo circulante e do não circulante dividido pelo patrimônio líquido	-	Dhaliwal et al. (2011)
Persistência dos lucros	PER	Persistência dos lucros, conforme modelo de Dechow et al. (2010)	+	Collins & Kothari (1989)

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 2 ilustra as etapas de cálculo do Coeficiente de Resposta aos Lucros (ERC). De acordo com a Tabela 2, a variável dependente do estudo, o ERC, é derivado da relação entre lucros inesperados e retorno anormal das ações. Os lucros inesperados, primeira etapa, correspondem à variação dos lucros em relação ao valor de mercado da ação no início do período (Collins & Kothari, 1989), uma medida amplamente utilizada e documentada na literatura internacional (Pimentel, 2015). Em outras palavras, é a magnitude da surpresa de lucro — é a parte do lucro que não foi antecipada pelo mercado. O retorno anormal das ações, segunda etapa, é calculado como o retorno anual

acumulado de abril do ano "t" a março do ano "t + 1", a fim de capturar qualquer reação de retorno associada ao anúncio de lucros para o ano "t" (Pimentel, 2015). O coeficiente β (3^a etapa), medida do retorno inesperado da ação pelo investidor, resulta da regressão entre lucro anormal (variável independente – 1^a etapa) e retorno anormal (variável dependente – 2^a etapa) (Collins et al., 1994; Kallapur et al., 1994).

Tabela 2

Apuração do ERC

Etapa

1^a Etapa: encontrar a variável independente – lucro anormal (LA_{it}):

$$LA_{it} = \frac{(L_{it} - L_{it-1})}{P_{it-1}}$$

LA_{it} = lucro por ação inesperado da empresa i no período t;

L_{it} = lucro por ação da empresa i no período t;

L_{it-1} = lucro por ação da empresa i no período t-1;

P_{it-1} = preço da ação da empresa i no período anterior (t-1).

2^a Etapa: encontrar a variável dependente – retorno anormal (R_{it}):

$$R_{it} = \frac{(P_{it+1} - P_{it})}{P_{it}}$$

R_{it} = retorno das ações de abril do ano t a março do ano t + 1;

P_{it} = preço da ação i em abril do ano t;

P_{it+1} = preço da ação i em março do ano t+1.

3^a Etapa: mensurar o ERC (β_1) por meio da regressão:

R_{it} = $\alpha_0 + \beta_1 LA_{it} + \varepsilon_{it}$, em que:

R_{it} = retorno anormal da empresa i no período t;

LA_{it} = lucro inesperado (lucro anormal);

β_1 = ERC;

ε_{it} = componente do erro no modelo de empresa i no período t.

Fonte: etapas para apuração do ERC, conforme Collins et al. (1994); Kallapur et al. (1994).

Dado que o foco deste estudo é entender como o ISE afeta a riqueza dos acionistas (lucro anormal), é necessário examinar o retorno individual das ações. Segundo Kallapur (1994), a regressão da etapa 3 (Tabela 2) é estimada para as séries temporais de cada empresa separadamente. O mesmo procedimento operacional de estimativa por empresa foi realizado para apuração da persistência, sendo considerados os lucros antes do imposto de renda e mensurados pelo modelo de Dechow et al. (2010). A persistência dos lucros foi calculada com base em séries temporais específicas da empresa, exigindo pelo menos cinco observações anuais. Isso implica uma observação de persistência por companhia e que os testes principais são de natureza transversal, assumindo que o comportamento de persistência, bem como seus incentivos, é relativamente estável no período avaliado. Posteriormente, consoante a Silva et al. (2018), considerou-se a ausência (zero) ou não (um) da persistência.

Optou-se por testar duas proxies para o ISE: i) fato de a empresa pertencer ou não ao índice ISE (Degenhart et al., 2017); e o ii) percentual do índice ISE (Aleknevičienė & Stralkutė, 2023). Essa segunda proxy, sinaliza que, quanto mais alta a pontuação do índice ISE da empresa, mais alto é o nível de comprometimento com a sustentabilidade empresarial, podendo ser ponto de atenção dos investidores caso precisem decidir entre duas empresas com

similares desempenho financeiro e de mesmo setor de atuação. Isso ocorre, pois, o percentual de divulgação é mais sensível à assimetria de informações do que apenas o fato de ter ou não um índice de práticas sustentáveis (Aleknevičienė & Stralkutė, 2023). Logo, se o percentual ISE diferencia aos investidores as empresas que divulgam e têm mais transparência quanto às práticas sustentáveis, pode implicar associação distinta com o ERC. Se o ISE afeta o ERC, prevê-se que o efeito positivo (negativo) aumenta (diminui) o ERC, ou seja, o comprometimento social da empresa (($a_1>0$) ou ($a_1<0$)) está associado a uma percepção de lucros futuros inesperados mais altos (mais baixos) por parte dos investidores.

Para se reduzir o problema de endogeneidade, utilizou-se um conjunto de variáveis de controles selecionadas a partir da literatura anterior, que controlam características endógenas e exógenas às empresas. As variáveis independentes de controle são fatores específicos da empresa que controlam fontes de valor relacionadas à perspectiva de retorno anormal de lucros pelos investidores. Assim, espera-se: efeito positivo do tamanho da empresa, oportunidade de crescimento e persistência dos lucros, por serem fatores que sinalizam mais probabilidades de devolver dinheiro aos acionistas e, consequentemente, apontam expectativa de lucro futuro (Collins & Kothari, 1989). Por outro lado, empresas de maior risco e estrutura de capital dependente de terceiros podem levar os acionistas a compreenderem que menos valor será revertido a eles, promovendo expectativa de menor lucro futuro (Pimentel, 2015).

Na perspectiva de robustez dos resultados, a alavancagem foi segmentada em curto (PC) e longo prazo (PNC), ambas ponderadas pelo patrimônio líquido. Em consonância com a ideia de que os índices de sustentabilidade contêm informações sobre o crescimento futuro da organização (Dewi, 2015), buscou-se compreender a reação dos investidores aos lucros inesperados diante de compromissos de curto e longo prazo. As restrições financeiras podem limitar investimentos em questões sustentáveis, especialmente empréstimos de curto prazo, apontados como mais influentes sobre os investidores (Freitas et al., 2019).

A fim de validar o modelo utilizado (Equação 1) e, consequentemente os resultados, foram realizados testes como: Jarque-Bera para normalidade; RESET para a correta especificação do modelo; Durbin-Watson para problemas relacionados à autocorrelação serial dos resíduos; teste VIF para multicolineariedade; e White e Breusch-Pagan para heterocedasticidade. Os resultados desses testes podem ser observados na Tabela 3.

Tabela 3

Testes relacionados a possíveis problemas econôméticos

Teste	Jarque-Bera	RESET	VIF	White	Breusch-Pagan	Durbin-Watson
Resultado	JB: 7007 Chi(2): 0,000	F(3, 1571) = 15,51 Prob > F = 0,000	1,84	chi2 (233) = 715,92 Prob > chi2 = 0,000	chi2 (1) = 1617,17 Prob >chi2 = 0,0000	0,1766

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a Tabela 3, os dados não apresentam normalidade, possuem ausência de multicolineariedade e presença de heterocedasticidade e de

autocorrelação. Os resultados do teste RESET sugerem a rejeição da hipótese nula (forma funcional está correta e o modelo não sofre de variáveis omitidas). Assim, para melhor especificação dos modelos, mediante os problemas relatados, operacionalizou-se regressão linear múltipla (Ordinary Least Squares – OLS) por erro padrão robusto e efeito fixo de setor e de ano. O método OLS permite estimar erros-padrão robustos para lidar com a heterocedasticidade e autocorrelação, e também controlar a implicação do setor, invariante no tempo (Petersen, 2009).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 4 evidencia a estatística descritiva das varáveis, sendo as contínuas winsorizadas em seus percentis de 1% e 99% para reduzir o impacto de outliers.

Tabela 4

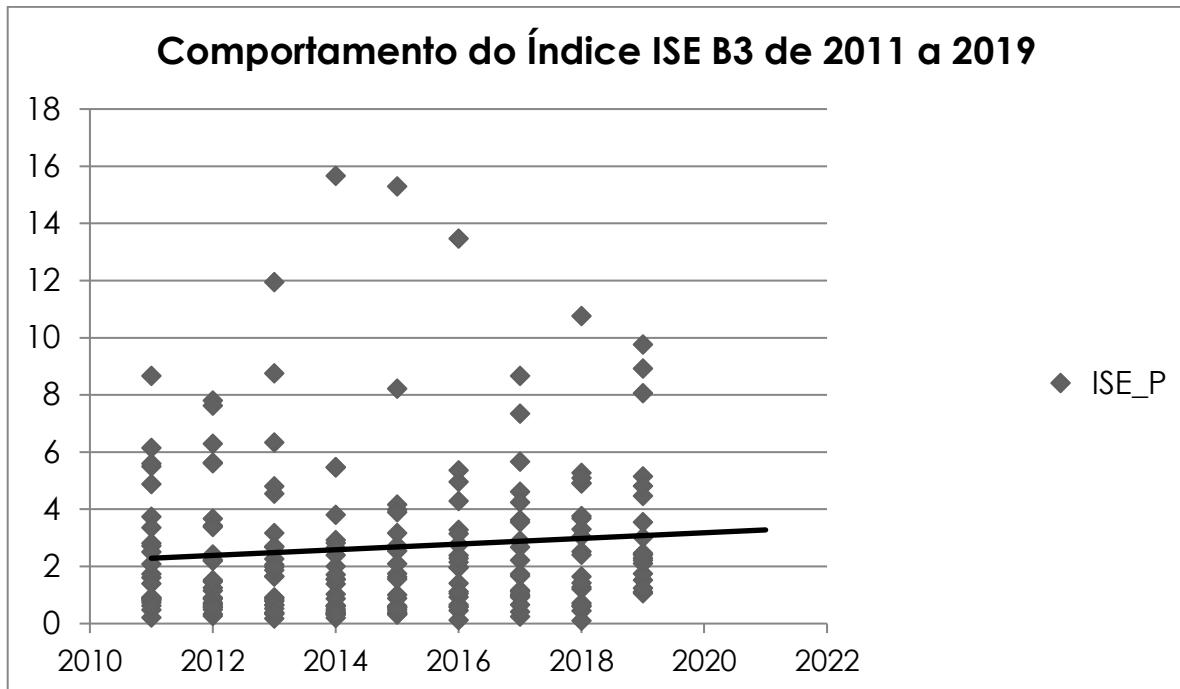
Estatística descritiva dos dados

Variável	Média	Desv. Pad	Mín	p25	p50	p75	Máx
ERC	1,842	4,854	-6,688	-0,019	0,280	1,796	25,016
TAM	14,592	2,074	6,732	13,462	14,788	15,969	19,015
R β T	0,987	1,386	-2,900	0,167	0,920	1,731	5,462
MBT	1,631	2,308	-3,787	0,345	1,046	2,129	12,419
ALA	1,844	5,618	-14,901	0,426	1,205	2,368	36,281
PER	0,764	0,425	0,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ISEP	0,256	0,940	0,000	0,000	0,000	0,000	5,662
ISED 11,03% (200 de 1.814 observações)							

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se na Tabela 4 que o ERC médio é de 1,842, com desvio padrão de 4,854, um mínimo negativo de 6,688, e um máximo positivo de 25,016. O tamanho das empresas está entre a faixa de 6,732 a 19,015, com desvio padrão de 2,074, sinalizando pouca variabilidade na amostra. O risco beta também apresentou comportamento simétrico, enquanto o market to book, a alavancagem e a persistência dos lucros têm desvios padrões maiores que suas respectivas médias, ou seja, alta dispersão dos dados em torno da média. Já a variável de interesse, Índice de Sustentabilidade Empresarial, está presente em 11,03% das observações, com indicadores percentuais compreendidos entre 0,256 a 5,662. A Figura 1 evidencia o comportamento das empresas pertencentes ao índice ISE de 2011 a 2019.

A Figura 1 ilustra que, de forma geral, no período de 2011 a 2019, as empresas mantiveram seu comprometimento com a responsabilidade social corporativa e outras o elevaram, apresentando indicadores com comportamentos extremos. Isso sinaliza que as empresas da amostra têm comportamento médio homogêneo no período analisado, com poucas exibindo valores diferentes em relação aos investimentos em benefícios sociais, internos, externos e ambientais.

**Figura 1 – Comportamento do índice ISE B3 de 2011 a 2019**

Fonte: Elaborada pelos autores.

Essa constância de investimento em questões de responsabilidade socioambiental pode ser benéfica para as empresas, pois a integração de práticas sustentáveis aos processos de negócios sugere o alcance da estabilidade financeira e sucesso a longo prazo (Fatemi et al., 2015).

A Tabela 5 ilustra a associação (correlação) entre as variáveis do estudo.

Tabela 5

Matriz de correlação dos dados

	ERC	ISEP	PER	TAM	R β T	MBT	ALA
ERC	1						
ISEP	0,0528**	1					
PER	0,0695***	0,009	1				
TAM	0,0233	0,3173***	0,0923***	1			
RβT	0,0557**	-0,0631**	0,0599**	0,1467***	1		
MBT	0,2155***	0,2430***	-0,0223	0,1698***	0,016	1	
ALA	0,0314	0,0392*	-0,1075***	0,1278***	-0,0102	0,5186***	1

Nota: coeficientes significativos a 10%, 5% e 1% são indicados por *, ** e ***, respectivamente.
Fonte: Elaborada pelos autores.

A análise da associação entre as variáveis (Tabela 5) demonstra não haver coeficientes fortes, implicando ausência de correlações que indiquem problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes. Identificam-se relações positivas do tamanho da companhia, do *market to book*, da alavancagem, da persistência dos resultados, do risco beta e do índice de sustentabilidade empresarial com o coeficiente de resposta aos lucros (ERC).

A Tabela 6 apresenta os resultados da regressão (Equação 1) considerando o ISE percentual, efeitos fixos de ano (2011 a 2019) e de setor, conforme os

constantes na B3 (bens industriais; comunicações; consumo cíclico; consumo não cíclico; materiais básicos; outros; petróleo gás e biocombustíveis; saúde; tecnologia da informação; e utilidade pública).

Tabela 6

Determinantes do coeficiente de resposta aos lucros – ISE percentual

ERC	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
ISEP	+	0,747	0,255	2,930	0,003	0,247 1,247
PER	+	1,094	0,233	4,700	0,000	0,637 1,550
ISEP_PER	+	-1,137	0,275	-4,140	0,000	-1,676 -0,598
TAM	+	0,264	0,053	5,010	0,000	0,161 0,368
R β T	-	0,071	0,078	0,910	0,363	-0,082 0,223
MBT	+	0,499	0,085	5,890	0,000	0,333 0,665
ALA	-	-0,128	0,021	-6,160	0,000	-0,168 -0,087
Número de observações		1.599				
F ²		10,91				
R ² Ajustado		22,06				

Nota: SE – sinal esperado.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Consoante a Tabela 6, o tamanho da companhia mostra significância estatística ao ERC, assim como a persistência dos resultados, o índice de sustentabilidade empresarial e o *market to book*, todos com efeito positivo. Em contrapartida, a alavancagem sinaliza associação negativa. O risco beta, por outro lado, não demonstrou magnitude estatística em relação ao ERC. A interação entre o ISE e a persistência dos lucros revela uma significância estatística negativa ao ERC. Nesse sentido, as intensidades do coeficiente de resposta aos lucros sugerem que, em média, os acionistas consideram os elementos do ISE importantes para suas decisões de investimento.

Na Tabela 6, o ISE foi avaliado pelo seu valor absoluto (percentual) como índice. Visando confirmar a relevância do ISE para os investidores, na Tabela 7, ele foi mensurado por meio de uma dummy, ou seja, o fato da empresa pertencer ou não ao ISE.

Tabela 7

Determinantes do coeficiente de resposta aos lucros – ISE dummy

ERC	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
ISED	+	1,406	0,643	2,190	0,029	0,145 2,667
PER	+	0,945	0,241	3,930	0,000	0,473 1,418
ISED_PER	+	-1,289	0,704	-1,830	0,067	-2,671 0,092
TAM	+	0,219	0,051	4,270	0,000	0,119 0,320
R β T	-	0,087	0,077	1,130	0,259	-0,064 0,239
MBT	+	0,486	0,084	5,780	0,000	0,321 0,651
ALA	-	-0,123	0,020	-6,040	0,000	-0,163 -0,083
Número de observações		1.599				
F ²		8,78				
R ² Ajustado		21,25				

Nota: SE – sinal esperado.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base nos dados da Tabela 7, é possível verificar também significância e relação positiva do ISE com a expectativa de lucros futuros. Dessa forma, percebe-se que os investidores reagem positivamente ao fato de uma empresa brasileira pertencer ao ISE. Silva et al. (2015) explicam que o principal objetivo do ISE é proporcionar uma análise do cenário empresarial de modo a ajudar o investidor a tomar decisões relacionadas a aspectos de governança corporativa e sustentabilidade empresarial (eficiência econômica, equilíbrio ambiental e justiça social). Portanto, a informação de que a companhia está listada no ISE é relevante, fazendo com que os acionistas a percebam como menos arriscada para investir. Sendo assim, com base nos resultados das Tabelas 6 e 7, não é possível rejeitar H1 – o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) afeta positivamente o ERC.

Ainda, permaneceu evidenciada relevância estatística ao ERC, aspectos relacionados ao tamanho, *market to book*, alavancagem e persistência dos lucros, e a interação entre persistência e ISE. Porém, o risco beta seguiu sem associação estatística. Esses achados podem ser decorrentes de a literatura destacar que aspectos de rentabilidade têm efeito na perspectiva de resultados futuros (Freitas et al., 2019).

Diante de evidências empíricas que indicam maior influência do endividamento de curto prazo sobre os investidores (Freitas et al., 2019), optou-se por segmentar a alavancagem em curto (ALAPC) e longo prazo (ALAPNC), ambas ponderadas pelo patrimônio líquido. Os resultados dessa avaliação desagregada constam na Tabela 8.

Tabela 8

Determinantes do coeficiente de resposta aos lucros com a variável alavancagem segregada

ERC	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
ISEP	+	0,756	0,254	2,980	0,003	0,258 1,254
PER	+	1,085	0,236	4,600	0,000	0,622 1,547
ISEP_PER	+	-1,144	0,274	-4,170	0,000	-1,682 -0,606
TAM	+	0,266	0,054	4,920	0,000	0,160 0,372
R β T	-	0,068	0,078	0,880	0,380	-0,084 0,221
MBT	+	0,499	0,085	5,860	0,000	0,332 0,665
ALAPC	-	-0,085	0,052	-1,640	0,101	-0,187 0,017
ALAPNC	-	-0,158	0,057	-2,780	0,006	-0,269 -0,046
Número de observações		1.599				
F ²		10,51				
R ² Ajustado		22,02				

Nota: SE – sinal esperado.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a Tabela 8, o ambiente informacional (tamanho) da companhia é um fator relevante na previsão de lucros futuros, assim como a sua capacidade de pagamento a longo prazo, a persistência dos lucros e o fato de pertencer ao ISE. Em outras palavras, empresas de maior porte, com lucros mais consistentes, práticas sustentáveis e habilidade para honrar seus compromissos de longo prazo, têm uma maior probabilidade de gerar retorno por meio de lucros futuros, conforme a percepção dos investidores.

Tendo em vista o comportamento assimétrico das variáveis do estudo, que contém desvios padrão acima da média, a Figura 2 reforça o diagnóstico constatado na Tabela 1.

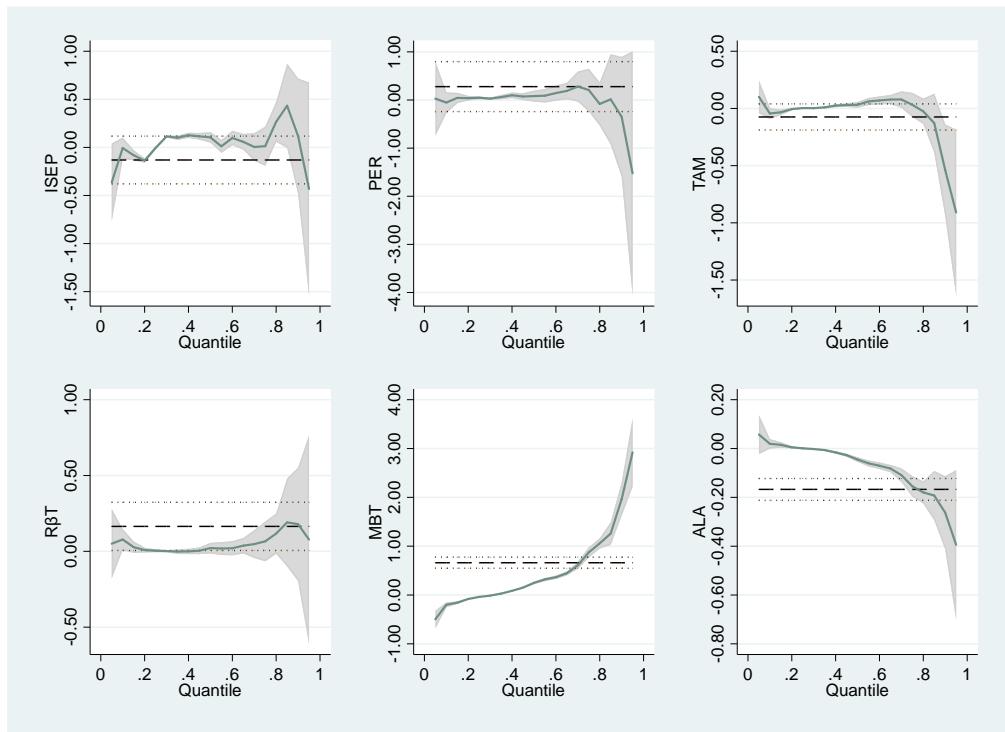


Figura 2 – Gráfico do comportamento das variáveis do estudo

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Figura 2 permite inferir que há valores extremos nas variáveis independentes, o que pode exercer uma influência distinta sobre a variável dependente. Para compreender o efeito desses valores extremos das variáveis independentes sobre a variável dependente, operacionalizou-se uma regressão quantílica, cujos resultados constam na Tabela 9. Isso possibilita examinar, em especial, se os valores percentuais extremos do ISE (maiores e menores) têm um impacto significativo nas extremidades do ERC.

Os achados da regressão quantílica (Tabela 9) indicam que as empresas de maior porte, com maior *market to book*, alavancagem e ISE são percebidas pelos acionistas como aquelas com maior expectativa de lucros futuros. Isso pode estar associado à segurança que o ISE oferece aos acionistas, menor volatilidade e menor exposição ao risco (Silva et al., 2015).

Porém, ao avaliar o ISE associado à persistência dos resultados, observa-se relação negativa, a qual é contrária ao esperado. Neste contexto, rejeita-se a Hipótese 2 – empresas com ISE e persistência dos lucros têm associação positiva ao ERC. O fato de a companhia pertencer a um índice ISE e ter resultados persistentes não garante conjuntamente uma resposta positiva aos investidores. Isso pode ser devido ao conteúdo (aspecto qualitativo) da informação social corporativa divulgada, aspecto este não investigado neste estudo.

Tabela 9

Determinantes do coeficiente de resposta aos lucros – regressão quantílica

Variável	Quantil (0,05)	Quantil (0,10)	Quantil (0,25)	Quantil (0,50)	Quantil (0,75)	Quantil (0,90)	Quantil (0,95)
ISEP	-0,9989**	0,5902***	0,3822***	1,3565***	0,9976***	0,199	-0,2095
	-0,457	-0,214	-0,052	-0,113	-0,282	-1,158	-1,44
PER	0,0415	-0,0415	0,0678	0,1379	0,4656	-0,109	-1,4295
	-0,485	-0,227	-0,055	-0,12	-0,299	-1,229	-1,527
ISEP_PER	0,6754	-0,6113***	-0,4033***	-1,3186***	-1,0695***	-0,4663	-0,2221
	-0,502	-0,235	-0,057	-0,125	-0,31	-1,273	-1,582
TAM	0,1174	-0,0327	0,0023	0,0207	0,0121	-0,5049*	-0,9153***
	-0,103	-0,048	-0,012	-0,026	-0,064	-0,262	-0,325
R β T	0,0478	0,0779	0,0037	0,0302	0,1145	0,1586	0,0851
	-0,144	-0,067	-0,016	-0,036	-0,089	-0,365	-0,453
MBT	-0,5215***	-0,2083***	-0,0492***	0,2524***	0,7837***	1,9556***	2,9041***
	-0,103	-0,048	-0,012	-0,026	-0,064	-0,261	-0,325
ALA	0,0595	0,0213	0,0015	-0,0464***	-0,1346***	-0,2608**	-0,3939***
	-0,04	-0,019	-0,005	-0,01	-0,025	-0,102	-0,127
Constant	-2,7524*	-0,0002	-0,0973	-0,2499	0,4457	10,5751***	20,0506***
	-1,491	-0,698	-0,169	-0,37	-0,92	-3,779	-4,698
Observações	1.599	1.599	1.599	1.599	1.599	1.599	1.599

Nota: erros padrão entre parênteses. *** p<0,01. ** p<0,05. * p<0,10.

Fonte: Elaborada pelos autores

Além disso, o real compromisso da empresa em operar em um nível econômico pode não estar sendo devidamente capturado pelo índice ISE. Esse indicador pode ser uma ferramenta usada pelos gerentes para desviar a atenção das práticas contábeis questionáveis ou para sinalizar qualidades não observadas que ajudam a construir um perfil superior em relação a outras empresas (Grougiou et al., 2014). Com isso, as práticas socioambientais podem não ter impacto na perspectiva de lucros futuros, visto poderem ser utilizadas pelos gestores para mascarar comportamentos oportunistas, constituindo uma forma de “bondade onerosa” (Gras-Gil et al., 2016). Assim, altos dispêndios em sustentabilidade corporativa nem sempre refletirão no mercado acionário, mesmo quando a companhia apresente lucros persistentes. Também, cada investidor pode ter diferentes critérios e perspectivas sobre o valor das práticas de sustentabilidade, levando a uma avaliação individual das práticas socioambientais e da persistência dos lucros como sinais de desempenho futuro.

Quanto à alavancagem, só a de longo prazo teve relevância estatística na perspectiva de lucros futuros (Tabela 8). Logo, havendo práticas socioambientais e lucros persistentes, os investidores tendem a esperar respostas a longo prazo. Giuli e Kostovetsky (2014) ressaltam que os altos investimentos iniciais em questões socioambientais associam-se a retornos imediatos negativos, como a queda do retorno sobre o ativo. Os autores ainda afirmam que, inicialmente, as práticas de sustentabilidade podem até ser financeiramente rentável devido aos seus efeitos de marca/reputação perante clientes, funcionários, investidores, etc., mas discordam sobre os benefícios do compromisso social empresarial superar os custos financeiros. Reforça essa ideia o fato de a responsabilidade social corporativa estar relacionada a questões éticas e morais, ensejando envolvimento em atividades socialmente responsáveis para melhorar a satisfação

das partes interessadas e a reputação corporativa, de modo que o atendimento a esses anseios pode só vir a longo prazo (Gras-Gil et al., 2016).

Outra possível explicação de os acionistas responderem mais aos compromissos de longo prazo pode estar relacionada ao fato de que há muitos custos iniciais com ações sustentáveis (Jain et al., 2016), mas também porque as empresas participantes do ISE têm maior capacidade de honrar seus compromissos, independentemente de seu estoque, e maior rentabilidade (Freitas et al., 2019). Além disso, os dados sobre responsabilidade socioambiental são vistos como geradores de retorno a médio e a longo prazo (Dewi, 2015).

Dessa forma, mesmo que as empresas tenham alavancagem elevada, os investidores estão cientes de que as práticas de sustentabilidade corporativa podem atenuar as consequências, até mesmo durante turbulências na economia (Silva et al., 2015). Jain et al. (2016) denotam que os investidores consideram as questões de sustentabilidade para mitigar os possíveis riscos do investimento. Portanto, empresas com pontuações mais baixas no ISE ou que não fazem parte dele podem enfrentar maior risco de modelos de negócios, maiores riscos financeiros, de conformidade, de reputação, operacionais e de sobrevivência.

É preciso ponderar que a atuação de forma econômica, social e ambientalmente sustentável visa atender a diversos públicos (Kansal et al., 2014), incluindo investidores. Porém, o orçamento aplicado em questões de sustentabilidade só é válido para acionistas e credores quando há perspectiva de retorno (Crisóstomo et al., 2011). Além disso, as práticas socioambientais são um conceito de gestão, em que as empresas executam suas atividades visando lucros, aumento de valor e atender aos interesses sociais e ambientais (Akmeşe et al., 2016; Kadlubek, 2015). Por fim, se os investimentos em atividades socioambientais fossem sempre financeiramente lucrativos, provavelmente todas as empresas, independentemente das preferências das partes interessadas, aplicariam recursos (Giuli & Kostovetsky, 2014).

Também é compreensível que empresas maiores divulguem mais sobre práticas socioambientais porque tendem a receber mais atenção do público, portanto, estão sob maior pressão para exibir uma maior responsabilidade social (Kansal et al., 2014). Isso implica que os gastos com práticas sustentáveis contribuem para a avaliação da empresa (Rezaee et al., 2020) e corrobora Dechow et al. (2014), de que os indicadores de desempenho não financeiros, além dos lucros, afetam os preços das ações.

O fato de a persistência ser significativa aos possíveis lucros futuros aponta que as empresas com maior participação e foco no ISE podem ter incentivos para evitar o gerenciamento de resultados e ter qualidade de seus lucros (Kim et al., 2012). Dessa forma, os esforços com responsabilidade empresarial socioambiental favorecem não apenas um grupo mais amplo de interessados, mas também a própria empresa em termos de benefícios financeiros ou não, por resultarem em reputação e possibilidade de compensação dos custos incorridos nessas iniciativas (Kansal et al., 2014).

Na perspectiva da Teoria da Sinalização, reforça-se o entendimento de que os acionistas valorizam a divulgação das informações do ISE das empresas

(Rezaee et al., 2020). Os resultados demonstram que os investidores têm informações adicionais na tomada de decisão de investimento, apreciando também aspectos não financeiros. Isso sugere que as empresas podem se beneficiar ao investir em ações sustentáveis, pois tais práticas indicam boa gestão aos acionistas. Dessa forma, mesmo que haja custos iniciais, esses investimentos se mostram com expectativas de lucros a longo prazo. Logo, os resultados deste estudo fornecem *insights* aos gerentes, ao indicar que os acionistas distinguem entre empresas que participam e divulgam ações socioambientais daquelas que não o fazem, o que pode incentivar a elevação ou adoção de práticas sustentáveis para obter ou ter maior ISE.

Além disso, a análise temporal contribui para as evidências de Du et al. (2010) de que, ao participar de atividades de responsabilidade social corporativa a longo prazo, a empresa está construindo uma imagem corporativa. Isso é evidenciado pelos resultados da reação dos investidores ao ISE (Tabelas 6 a 9) e pela observação de um comportamento simétrico e constante na manutenção dos escores do ISE (Figura 1).

A relação positiva entre o ISE e a relevância da informação da empresa quanto a perspectivas de lucros futuros (ERC) demonstra que o empenho e desempenho social da empresa em elementos de ações sustentáveis apoiam a visão de maximização de valor aos stakeholders (García-Ayuso & Larrinaga, 2003; Hussainey & Salama, 2010; Rezaee et al., 2016). Empresas com um comprometimento social mais forte tendem a apresentar maior relevância das informações contábeis (Collins et al., 1994; Degenhart et al., 2017; Lundholm & Myers, 2002) e menor gerenciamento de resultados (Kim et al., 2012).

Assim, conforme averiguado neste estudo, os investimentos em ISE indicam probabilidade de retorno positivo aos investidores e os auxiliam a tomar decisões (ISE B3, 2023). Dessa forma, os gestores possuem incentivos para investirem em questões socioambientais, pois as empresas que têm feito ações nessa área apresentam significância ao indicador coeficiente de resposta aos lucros, além de mostrar credibilidade dos acionistas em relação à sustentabilidade e aos resultados financeiros reportados (Degenhart et al., 2017).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a relação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com o Coeficiente de Resposta aos Lucros (*Earnings Response Coefficient – ERC*) das empresas não financeiras listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2011 a 2019. Argumenta-se que empresas desempenham ações no âmbito social e ambiental para ampliar sua reputação no mercado e demonstrarem perspectiva de lucros futuros. A amostra contempla 215 empresas, cujos dados anuais foram obtidos no banco de dados da Economatica® e operacionalizados por meio da regressão múltipla robusta de mínimos quadrados ordinários (OLS) e da regressão quantílica.

Os resultados evidenciam que os acionistas consideram, em suas tomadas de decisão, o aspecto de a empresa pertencer ao ISE e o percentual do ISE. Conjuntamente ao fato da empresa pertencer ao ISE, foi observado que o tamanho da companhia, a persistência de seus resultados e sua capacidade de

pagamento de longo prazo também são elementos que contribuem à análise dos investidores. De forma geral, identificou-se que, para os investidores, as empresas de maior porte, maior constância dos lucros, práticas sustentáveis e competência para liquidar seus compromissos de longo prazo são as de maior perspectiva de lucros futuros. Logo, pode-se inferir efeito do tamanho e sobrevivência (lucros) das empresas ISE em gerar expectativa de lucros futuros (*Earnings Response Coefficient – ERC*). Porém, a persistência dos lucros e ser uma companhia do ISE não têm efeito conjunto à expectativa dos lucros futuros. Cada um dos fatores mostrou-se individualmente relacionado ao ERC.

Em suma, infere-se que as notícias públicas de práticas socioambientais pelas empresas, como o ISE, são apreciadas pelos investidores. Para a gestão das companhias, esse achado é relevante, visto que os investidores consideram as questões de sustentabilidade importantes e, no longo prazo, as metas de maximização da riqueza dos acionistas não podem ser alcançadas se forem ignorados os riscos ambientais, sociais e de governança. Adicionalmente, os resultados permitem evidenciar que a empresa é considerada promissora pelos investidores quando consegue equilibrar e alinhar os interesses da companhia aos dos stakeholders.

Ainda, os resultados deste estudo mostram-se úteis aos investidores, gerentes e empresas pares, ao abordar a informatividade da política de desempenho socioambiental mensurada pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na perspectiva de lucros futuros. Aos investidores, denota o ISE como um item informativo sobre as perspectivas de lucros futuros. Consequentemente, os investidores podem aperfeiçoar a análise financeira e o processo de avaliação das empresas que investem ou almejam investir. Isso pode ser um alerta aos gestores para cultivarem constância ou elevarem os investimentos em sustentabilidade corporativa, e benchmarks aos pares para alavancar ou implementar ações sustentáveis.

Em termos empíricos, este artigo contribui com a literatura contábil em mercados emergentes ao relatar que o ISE é um item informativo aos acionistas em relação aos lucros futuros inesperados (ERC). Assim, avançam-se os estudos que consideram as questões de sustentabilidade para criação de valor (Fatemi et al., 2015), Degenhart et al. (2017) ao avaliar uma janela temporal maior e outra proxy para ISE e para a relevância da informação contábil (ERC). Amplia-se o estudo de Dewi (2015) ao contemplar mais variáveis que podem afetar o ERC e não apenas aspectos sociais e ambientais, e Pimentel (2015), ao testar o efeito da sustentabilidade corporativa (ISE) no ERC. Ainda, amplia o debate sobre o compromisso social empresarial ser útil aos investidores na previsão de lucros futuros (García-Ayuso & Larrinaga, 2003; Hussainey & Salama, 2010). No campo teórico, contribui-se para a Teoria da Sinalização, evidenciando que os elementos não financeiros de desempenho empresarial também são úteis aos investidores e à previsibilidade de lucros futuros.

Uma limitação desta pesquisa é que muitos fatores podem influenciar as decisões da administração de focar e, talvez, aumentar seu desempenho no ISE, — imagem pública, manutenção de uma boa reputação, garantia de sustentabilidade, requisitos do governo — mas que não são abordados neste estudo. Pesquisas futuras podem analisar a idade da empresa como uma variável

de controle nessa relação de ISE e ERC, além de compreender melhor, por meio de pesquisa qualitativa, esse vínculo de incentivos que levam as empresas a terem ISE e, consequentemente, maior ERC. Outra replicação deste estudo é a comparação do período COVID-19 e pós-COVID-19, pois durante a crise e após a crise da pandemia COVID-19 os resultados podem ser diferentes do período pré-COVID-19.

REFERÊNCIAS

- Ahmad, H., Yaqub, M., & Lee, S. H. (2024). Environmental, social, and governance-related factors for business investment and sustainability: a scientometric review of global trends. *Environment, Development and Sustainability*, 26, 2965-2987. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-02921-x>
- Akmese, H., Cetin, H., & Akmese, K. (2016). Corporate social responsibility reporting: a comparative analysis of tourism and finance sectors of G8 countries. *Procedia Economics and Finance*, 39(1), 737-745. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30273-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30273-8)
- Aleknevičienė, V., & Stralkutė, S. (2023). Impact of corporate social responsibility on cost of debt in Scandinavian public companies. *Oeconomia Copernicana*, 14(2), 585-608. <https://doi.org/10.24136/oc.2023.016>
- Allais, R., Roucoules, L., & Reyes, T. (2017). Governance maturity grid: a transition method for integrating sustainability into companies?. *Journal of Cleaner Production*, 140(1), 213-226. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.02.069>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Arruda, M. P., Vieira, C. A. M., Paulo, E., & Lucena, W. G. L. (2015). Análise do conservadorismo e persistência dos resultados contábeis das instituições financeiras brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(2), 23-35. <https://doi.org/10.21446/scg.ufrj.v10i2.13348>
- Barbosa, P. R. A. (2007). Índice de sustentabilidade empresarial da bolsa de valores de São Paulo (ISE-BOVESPA): exame da adequação como referência para aperfeiçoamento da gestão sustentável das empresas e para formação de carteiras de investimento orientadas por princípios de sustentabilidade corporativa. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Hasan, I., & Kobeissi, N. (2012). Corporate social responsibility and shareholder's value. *Journal of Business Research*, 65(11), 1628-1635. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.10.022>

Cai, W., Lee, E., Xu, A. L., & Zeng, C. (2019). Does corporate social responsibility disclosure reduce the information disadvantage of foreign investors?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 34, 12-29. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2019.02.001>

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4), 303-327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>

Clementino, E., & Perkins, R. (2021). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171, 379-397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>

Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143-181. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90004-9)

Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3), 289-324. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90024-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90024-8)

Conselho Empresarial Mundial para o Desenvolvimento Sustentável. (1998). *Corporate social responsibility*. BCSD Publications, Geneva. Disponível em: www.wbcsd.org

Crane, A., Matten, D., Glozer, S., & Spence, L. (2019). *Business ethics: managing corporate citizenship and sustainability in the age of globalization* (5th ed.). Oxford: Oxford University Press.

Crisóstomo, V. L., Freire, F. S., & Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309. <https://doi.org/10.1108/17471111111141549>

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.

Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1-2), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Zha, J. (2014). Stock prices and earnings: a history of research. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 343-363. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034522>

Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). Relevância das informações contábeis e a responsabilidade social corporativa de empresas brasileiras. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 14(3), 157-168. doi: 10.4013/base.2017.143.01

Dewi, D. (2015). The role of CSRD on company's financial performance and earnings response coefficient (ERC). *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 541-549. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.072>

Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, Y. A. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86, 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr-00000005>

Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>

Du, S., Bhattacharya, C., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): the role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12, 8-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00276.x>

Duda, E. N., Silva, D. J. C., Lagioia, U. C. T., & Santos, M. A. (2022). Cultura sustentável anéis com bom desempenho? Um estudo com empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 16 (2), e02987. <https://doi.org/10.24857/rsga.v16n2-013>

Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking and Finance*, 59, 182-192. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>

Freitas, T. R., Melo, N. C., Oliveira, J. S., & Castro, W. A. (2019). Profitability of companies listed on the portfolio ISE – Business Sustainability Index of B3 – Brazil Balcony Bag. *Research, Society and Development*, 8(8), e08881178. <https://doi.org/10.33448/rsd-v8i8.1178>

García-Ayuso, M., & Larrinaga. C. (2003). Environmental disclosure in Spain: corporate characteristics and media exposure. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 32(115), 184-214. <https://doi.org/10.1080/02102412.2003.10779479>

Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking and Finance*, 35, 2288-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>

Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 158-180. <https://doi.org/10.1016/j.ifineco.2013.10.002>

- Goss, A., & Roberts, G. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1794-1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Gras-Gil, E., Manzano, M. P., & Fernández, J. H. (2016). Investigating the relationship between corporate social responsibility and earnings management: evidence from Spain. *Business Research Quarterly*, 19(4), 289-299. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2016.02.002>
- Grougiou, V., Leventis, S., Dedoulis, E., & Owusu-Ansah, S. (2014). Corporate social responsibility and earnings management in US banks. *Accounting Forum*, 38(1), 155-169. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2014.05.003>
- Hong, H., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. A. (2012). Financial constraints on corporate goodness. *Working Paper*, 18476, 1-46. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1734164>
- Hussainey, K., & Salama, A. (2010). The importance of corporate environmental reputation to investors. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(3), 229-241. <https://doi.org/10.1108/09675421011088152>
- ISE B3. (2023). O que é o ISE B3? Disponível em: <https://iseb3.com.br/carteiras-e-questionarios>
- Jain, A., Jain, P. K., & Rezaee, Z. (2016). Value-relevance of corporate social responsibility: evidence from short selling. *Journal of Management Accounting Research*, 28(2), 29-52. <https://doi.org/10.2308/jmar-51439>
- Kadłubek, M. (2015). The essence of corporate social responsibility and the performance of selected company. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 213(1), 509-515. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.442>
- Kallapur, S. (1994). Dividend payout ratios as determinants of earnings response coefficients: a test of the free cash flow theory. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 359-375. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90033-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90033-7)
- Kansal, M., Joshi, M., & Batra, G. S. (2014). Determinants of corporate social responsibility disclosures: evidence from India. *Advances in Accounting*, 30(1), 217-229. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.009>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: first evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91, 1697-1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The Accounting Review*, 87(3), 761-796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>

- Kothari, S. P., & Sloan, R. G. (1992). Information in prices about future earnings: implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3), 143-171. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90016-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90016-U)
- Lee, J. J. (2018). Economic determinants of price informativeness about future earnings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14(1), 83-102. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.02.004>
- Lundholm, R., & Myers, L. A. (2002). Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns-earnings relation. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 809-839. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00072>
- Machado, M., Machado, M., & Corrar, L. (2009). Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 24-38. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20095>
- Martins, L. L. (2005). A model of the effects of reputational rankings on organizational change. *Organization Science*, 16(6), 701-720. <https://doi.org/10.1287/orsc.1050.0144>
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Nicola, M., Alsaifi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, M., & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): a review. *International Journal of Surgery*, Londres, 78, 185.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros inesperados, retorno das ações e risco no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501270>
- Rezaee, Z. (2016). Business sustainability research: a theoretical and integrated perspective. *Journal of Accounting Literature*, 36, 48-64. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2016.05.003>
- Rezaee, Z., Dou, H., & Zhang, H. (2020). Corporate social responsibility and earnings quality: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 45. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.05.002>
- Rezaee, Z., Zhang, H., Dou, H., & Gao, M. (2016). Does corporate governance matter? Evidence from new Chinese corporate governance disclosures. *International Journal of Accounting Research*, 5(1), 2-7. doi:10.4172/2472-114X.1000140

Rezende, I. A. C., Nunes, J. G., & Portela, S. S. (2009). Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 2(1), 93-122. <https://doi.org/10.17524/repec.v2i1.22>

Schrippe, P., & Ribeiro, J. L. D. (2019). Preponderant criteria for the definition of corporate sustainability based on Brazilian sustainable companies. *Journal of Cleaner Production*, 209, 10-19. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.10.001>

Silva, E. H. D. R., Lima, E. P., Costa, S. E. G., & Sant'Anna, A. M. O. (2015). Análise comparativa de rentabilidade: um estudo sobre o Índice de Sustentabilidade Empresarial. *Gestão e Produção*, 22(4). <https://doi.org/10.1590/0104-530X1889-14>

Silva, J. P., Gonçalves, R. S., Bonfim, M. P., & Niyama, J. K. (2018). Qualidade do lucro versus governança corporativa: uma análise das companhias de utilidade pública listadas na B3. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 48-76. <https://doi.org/10.22561/cvr.v29i1.3680>

Souza, R. F., Gomes, A. R. V., Lima, S. L. L., Santos, G. V. D., & Vesco, D. G. D. (2019). A legitimidade do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) frente aos demais índices B3. *RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 18(3), 521-542. <https://doi.org/10.18593/race.19572>

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55). <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>

Planilha de Contribuição dos Autores		
Contribuição	Lauren Dal Bem Venturini	Leonardo Flach
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	
2. Definição do problema de pesquisa	X	
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X	X
5. Coleta de dados	X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	
7. Conclusões da pesquisa	X	X
8. Revisão crítica do manuscrito	X	X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X	
10. Orientação		X