
INFLUÊNCIA DAS INFORMAÇÕES ESG DIVULGADAS EM MÍDIAS SOCIAIS NA INFORMATIVIDADE DOS LUCROS

Caroline Keidann Soschinski ¹

Inaê de Sousa Barbosa ²

Roberto Carlos Klann ³

▪ Artigo recebido em: 07/03/2024 ▪ Artigo aceito em: 05/08/2024

RESUMO

Esta pesquisa parte do pressuposto de que empresas engajadas em práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) possuem lucros mais informativos, uma vez que divulgam informações complementares sobre sua realidade empresarial. Com o uso das mídias sociais, espera-se que a informatividade dos lucros de empresas ESG seja potencializada, visto que tais práticas terão maior visibilidade perante diversas partes interessadas. Com base nesse contexto, esta pesquisa tem como objetivo avaliar o efeito das informações ESG divulgadas em mídias sociais na informatividade dos lucros em empresas públicas brasileiras. A pesquisa considerou 723 observações empresas/ano de empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), durante o período de 2015 a 2019. Os resultados indicaram que, no contexto brasileiro, os lucros inesperados não são informativos por si só e, ainda, que a divulgação ESG não é percebida pelos participantes do mercado como informação complementar aos relatórios financeiros. Além disso, identificou-se que, embora empresas brasileiras engajadas em ESG possuam lucros inesperados maiores, estes não se mostraram informativos para o mercado financeiro. De modo geral, identificou-se que as mídias sociais podem ser canais de comunicação eficientes para a disseminação de informações ESG para o mercado, no entanto, níveis maiores de engajamento em práticas ESG parecem anular os efeitos positivos proporcionados pelo uso da mídia. Com isso, conclui-se que as empresas brasileiras que possuem relatórios ESG e divulgam tais informações em mídias sociais não possuem vantagens em termos de informatividade dos lucros.

Palavras-Chave: ESG. MÍDIA Social. Informatividade dos Lucros.

¹ Doutora em Ciências Contábeis e Administração, Universidade Comunitária Da Região De Chapecó – Unochapecó, Servidão Anjo da Guarda, 295-D - Efapi, Chapecó – SC, 89809-900, (55) 99613-6022, carolinesoschinski@yahoo.com.br

<https://orcid.org/0000-0002-0135-0729>

² Mestre em Ciências Contábeis, Universidade Regional De Blumenau – Furb, Rua Antônio da Veiga, 140, Itoupava Seca, Blumenau – 89030-903, (47) 99774-1845, isbarbosa@furb.br

<https://orcid.org/0000-0002-9194-823X>

³ Doutor em Ciências Contábeis e Administração Universidade Regional de Bluemanu – Furb, Rua Antônio da Veiga, 140, Itoupava Seca, Blumenau – SC, 89030-903, (47) 98469-2252, rklann@furb.br

<https://orcid.org/0000-0002-3498-0938>

INFLUENCE OF ESG INFORMATION DISCLOSED ON SOCIAL MEDIA IN EARNINGS INFORMATIVENESS

ABSTRACT

This research assumes that companies engaged in environmental, social and governance (ESG) practices have more informative earnings, given that they disclose complementary information about their business reality. With the use of social media, it is expected that the earnings informativeness of ESG companies will be enhanced, since such practices will have greater visibility to various stakeholders. Based on this context, this research aims to evaluate the effect of ESG information disclosed on social media on the earnings informativeness in Brazilian companies. The research considered 723 company/year observations of Brazilian companies listed in the São Paulo Stock Exchange (B3) during the period from 2015 to 2019. The results indicated that, in the Brazilian context, unexpected earnings are not informative in themselves and that ESG disclosure is not perceived by market participants as complementary information to financial reports. Moreover, it was identified that, although Brazilian companies engaged in ESG have higher unexpected earnings, these were not informative for the financial market. In general, it was identified that social media can be efficient communication channels for disclosing ESG information to the market; however, higher levels of engagement in ESG practices seem to nullify the positive effects provided by the use of media. Accordingly, it is concluded that Brazilian companies that have ESG practices and disclose such information on social media do not have advantages in terms of earnings informativeness. In general, it was found that social media can be efficient communication channels for disseminating ESG information to the market, however, higher levels of engagement in ESG practices seem to cancel out the positive effects provided by the use of the media. Accordingly, it can be concluded that Brazilian companies that have ESG reports and disseminate this information on social media do not have advantages in terms of earnings informativeness.

Keywords: ESG. Social Media. Informativeness of Earnings.

1 INTRODUÇÃO

A temática que envolve informações ambientais, sociais e de governança (ESG) tem se mostrado, recentemente, um assunto emergente em todo o mundo. Esse destaque se deve aos efeitos positivos que as organizações têm identificado, por meio do engajamento com tais práticas (Xu et al., 2020). Como exemplo de efeitos positivos, cita-se o menor risco não sistemático (Lee & Faff, 2009), menor custo de capital e maior valorização (El Ghoul et al., 2011; Dhaliwal et al., 2011; Ng & Rezaee, 2015), avaliações positivas dos analistas (Bushee & Noe, 2000), entre outras.

Pesquisas também têm evidenciado que informações ESG geram benefícios às organizações no mercado de capitais. Bona-Sánchez et al. (2017), Cheng e Wahid (2017) e Swarnapali (2019) demonstraram que as informações ESG são percebidas pelos participantes do mercado como uma divulgação

complementar aos demonstrativos financeiros. Em decorrência disso, a informatividade dos lucros se mostrou maior para empresas engajadas com essas práticas, uma vez que são percebidas como empresas que promovem o relacionamento a longo prazo com suas partes interessadas (Bona-Sánchez et al., 2017), bem como revelam como os lucros atuais podem mapear o desempenho futuro por meio das informações não financeiras (Cheng & Wahid, 2017).

Contudo, Cheng e Wahid (2017) destacam que o benefício ESG em aumentar a informatividade dos lucros é uma questão empírica. Os autores atentam para a possibilidade de essas informações não financeiras não terem impacto significativo na maneira como os investidores interpretam informações sobre o lucro. Como argumento, os autores destacam que pode existir um custo significativo para investidores e analistas ao realizar o processamento da grande quantidade de informações divulgadas nos relatórios ESG. Além disso, a falta de comparabilidade desses relatórios causa problemas potenciais de credibilidade e dá margem para o comportamento oportunista dos gestores.

No Brasil, evidências divergentes sobre o impacto das práticas ESG no mercado de capitais foram identificadas. Relação não significativa entre as temáticas foi evidenciada por Freguete et al. (2015), que demonstraram que, em períodos de crise, não há diferenças no desempenho financeiro para empresas engajadas e não engajadas em ESG. Silva e Callado (2020) evidenciaram que o fato de as empresas estarem listadas no ranking Global 100 (de sustentabilidade), não gerou nenhum impacto nos retornos anormais acumulados das ações.

Relação negativa entre o envolvimento ESG e o mercado de capitais foi evidenciada por Salgado et al. (2013), que demonstraram que as empresas que mais investiram em questões sociais foram as que apresentaram menor retorno aos acionistas. Por outro lado, uma relação positiva entre os temas foi destacada por Martins et al. (2015), que constataram que a inclusão de empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) gerou retornos anormais positivos no mercado de ações.

Como se percebe, os resultados de estudos em âmbito brasileiro que investigaram o reflexo de informações não financeiras no mercado de capitais se mostraram divergentes. Dentre as possíveis justificativas, aborda-se o destacado por Cheng e Wahid (2017), de que muitas vezes as informações divulgadas em relatórios de sustentabilidade já estão disponíveis em outras fontes, o que faz com que o relatório por si só, acabe não sendo relevante aos investidores. Com base nisso, esta pesquisa visa lançar luz sobre uma fonte de informação cada vez mais utilizada pelas organizações: as mídias sociais.

De acordo com Blankespoor et al. (2014), as mídias sociais vêm ganhando espaço no meio organizacional, uma vez que facilitam a divulgação de informações, principalmente voluntárias. Para os autores, as mídias possibilitam a disseminação de informações de maneira rápida, abrangente e menos custosa, se comparada às informações divulgadas em demonstrativos. De fato, em âmbito brasileiro, pesquisas como a de Giordani et al. (2019) constataram que o Facebook e o Twitter possuem uma relação positiva com as práticas socialmente responsáveis. Esses resultados refletem que as mídias sociais podem ser consideradas como canais facilitadores para as empresas divulgarem informações, principalmente pelo baixo custo e rápido acesso.

No entanto, pouco se sabe sobre como o canal das mídias sociais pode impulsionar o potencial das informações ESG em impactar o mercado de capitais e, mais especificamente, a informatividade dos lucros. Considerando esse contexto, esta pesquisa tem como objetivo avaliar o efeito das informações ESG divulgadas em mídias sociais na informatividade dos lucros. A premissa suportada por este artigo é a de que as mídias sociais possam ser responsáveis por potencializar a divulgação do engajamento em práticas ESG, de modo a gerar maior visibilidade a essas empresas. Consequentemente, essa maior visibilidade pode influenciar no potencial impacto das práticas ESG na informatividade dos lucros.

Este estudo se diferencia dos anteriores de diferentes maneiras. No Brasil, os estudos se concentraram em investigar o retorno anormal das ações em torno dos anúncios de empresas pertencentes a rankings de sustentabilidade (Silva & Callado, 2020), ou na participação de empresas no ISE (Salgado et al., 2013; Martins et al., 2015; Freguete et al, 2015). Este estudo, por outro lado, investiga a divulgação de informações sobre os três pilares ESG (Environmental, Social e Governance), avaliados por critérios pré-estabelecidos pela base de dados Refinitiv e internacionalmente reconhecidos, o que também permite maior comparabilidade.

No que se refere ao impacto no mercado de capitais, os estudos brasileiros se concentraram em avaliar retornos anormais das ações. Baseando-se nos estudos internacionais, esta pesquisa visa investigar a proxy de informatividade dos lucros, a qual reflete o quanto as informações ESG, em conjunto com a parcela de lucro inesperado, são incorporadas pelo retorno anormal. Assim, essa medida capta o quanto a demonstração sobre informações não financeiras pode complementar a informatividade dos lucros.

Como contribuições, busca-se auxiliar principalmente as empresas brasileiras, que ao decidirem sobre seus investimentos em práticas ESG, podem levar em consideração os potenciais benefícios dessas práticas no mercado de capitais. Além disso, empresas podem se atentar para o uso das mídias sociais, como uma forma menos custosa e de rápido acesso, que pode potencializar a visibilidade das informações não financeiras, de modo a conseguir maior alcance e influenciar a percepção dos investidores. Assim, os gestores das empresas podem tomar ciência sobre a relevância do uso das mídias sociais como ferramenta estratégica que facilita e esclarece a divulgação de práticas ESG.

Por fim, esta pesquisa contribui com órgãos reguladores, ao destacar a potencial necessidade de desenvolvimento de normativas que orientam a elaboração dos relatórios ESG, como forma de aprimorar a comparabilidade dessas informações. Ainda, em termos governamentais, esta pesquisa instiga a possível destinação de recursos ou benefícios para incentivar empresas a se engajar cada vez mais em práticas sociais e ambientais, com o intuito não apenas de contribuir com essas partes interessadas, mas também de reduzir a visão cética da sociedade sobre as práticas ESG, melhorando a informatividade e a transparência na divulgação dessas ações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

No Brasil, as práticas ESG vêm ganhando espaço. No primeiro semestre de 2020, diversas notícias da mídia internacional e brasileira deram destaque para essas questões, ao tratar sobre a possibilidade de investidores europeus desinvestirem no Brasil devido ao desmatamento (Forbes, 2020); sobre o fato de empresas que não possuem passivo ambiental ou agenda de sustentabilidade receberem menos aporte ou terem que pagar mais caro para ter acesso a financiamento (InfoMoney, 2020a); e ainda, sobre a crescente importância dada às informações ESG no mercado de capitais: "ESG – as três letras que vem mudando o mercado de ações" (InfoMoney, 2020b).

De fato, a literatura internacional tem destacado a pressão de investidores e partes interessadas por informações sobre o comportamento socialmente responsável das organizações. Esse comportamento é requerido, pois, de acordo com Bona-Sánchez et al., (2017), esses usuários percebem os potenciais benefícios das ações ESG a longo prazo, como menor risco não sistemático (Lee & Faff, 2009), menor custo de capital e maior valorização (El Ghoul et al., 2011; Dhaliwal et al., 2011; Ng & Rezaee, 2015) e avaliações positivas dos analistas (Bushee & Noe, 2000).

Para exemplificar os benefícios das práticas ESG, pode-se citar o fato de que empresas engajadas tendem a dispor de melhores condições de trabalho aos seus funcionários, melhor relacionamento com seus clientes, o que, consequentemente, tende a reduzir o enfrentamento de problemas operacionais. Clientes e funcionários, por estarem satisfeitos, tendem a realizar menos interrupções na relação com as organizações, o que diminui questões regulatórias e legais que poderiam representar um risco significativo para a empresa e sua reputação (Bona-Sánchez et al., 2017).

Além disso, por melhorar o bem-estar da força de trabalho, práticas ESG conseguem atrair novos talentos e motivar os funcionários a melhorarem sua produtividade, o que provavelmente se traduz em um melhor desempenho financeiro futuro. Ainda, ao se engajarem com tais práticas, empresas pertencentes a setores altamente regulados podem ter sua reputação melhorada e uma cobertura positiva da mídia. Por fim, para clientes conscientizados, as ações ESG podem melhorar a avaliação dos produtos e, consequentemente, o número de vendas e a reputação da empresa (Dhaliwal et al., 2012).

Empiricamente, pesquisas internacionais como as de Bona-Sánchez et al. (2017), Cheng e Wahid (2017) e Swarnapali (2019) têm evidenciado que investidores estão visualizando os potenciais benefícios dessas práticas e estão considerando esse comportamento ao decidirem sobre seus investimentos. As pesquisas têm constatado que, de forma adicional aos benefícios supracitados, o mercado de capitais também tem considerado informações não financeiras de ESG como complementares às financeiras. Essa percepção faz com que o lucro das empresas engajadas em ESG seja considerado mais informativo perante o mercado de ações.

Bona-Sánchez et al. (2017) evidenciaram um efeito positivo do relatório de responsabilidade social na informatividade dos lucros, em empresas de capital

aberto listadas na bolsa de valores da Espanha, durante os anos de 2003 a 2012. Esses resultados, para os autores, se mostraram consistentes com a premissa de que a divulgação de informações socialmente responsáveis é percebida pelos participantes do mercado como uma tentativa organizacional de promover um relacionamento de longo prazo com as suas partes interessadas, bem como gerenciar riscos de reputação.

Nos Estados Unidos, em uma análise das empresas listadas no índice S&P500 durante os anos de 2006 a 2013, Cheng e Wahid (2017) demonstraram que a primeira adoção voluntária ao relatório ESG estava positivamente relacionada com a informatividade dos lucros. Os autores observaram que os relatórios voluntários de responsabilidade social corporativa (RSC) eram complementares aos relatórios financeiros obrigatórios e que ambos auxiliavam investidores a compreender como os lucros atuais mapeavam o desempenho futuro.

Em um mercado emergente, Swarnapali (2019) constatou uma relação positiva entre relatórios de sustentabilidade e a informatividade dos lucros em empresas listadas na bolsa de valores do Sri Lanka, durante os anos de 2012 a 2016. Tal relação revelou que os relatórios de sustentabilidade fornecem informações complementares aos financeiros, bem como auxiliam as partes interessadas a melhor interpretar os dados financeiros. Por fim, o autor destaca que os participantes do mercado de capitais estavam gradualmente se conscientizando da relevância dos relatórios de sustentabilidade.

O estudo realizado por Ng e Rezaee (2020) observou, durante o período de 2005 a 2015, que o desempenho ESG, bem como sua divulgação, se relacionava positivamente à informatividade do preço das ações. Ainda, identificaram que essa relação era intensificada naquelas empresas em que a divulgação de práticas ESG era superior.

A partir de uma amostra de empresas canadenses listadas no S&P/TSX Composite Index, Schiehll e Kolahgar (2021) realizaram uma análise de conteúdo automatizada em 150.000 documentos, de 1999 a 2014. Os autores examinaram, com base na relevância das informações e no princípio da materialidade financeira, se a divulgação de informações ESG beneficiava o mercado financeiro ao aumentar a informatividade do preço das ações. Os achados indicaram que a divulgação de informações ESG era relevante para os investidores e, ainda, que a materialidade financeira dessa divulgação ocasionava preço de ações mais informativos. Além disso, constataram que o efeito na informatividade, causado pela divulgação ESG, diferia entre os pilares que compõem essa divulgação, sendo mais sensível no componente social.

O estudo de Zhang et al. (2021), por sua vez, explorou o papel das mídias sociais no âmbito corporativo. Os autores analisaram como mensagens publicadas em fóruns de ações on-line podiam afetar a produtividade das empresas. Para isso, consideraram a informatividade do preço das ações e os mecanismos de governança corporativa. Como resultado, identificaram que as postagens realizadas melhoravam a produtividade das empresas e que esse efeito variava com base nas características das postagens.

Investigar práticas ESG e a informatividade nos lucros no Brasil se torna relevante, uma vez que, de acordo com Pinheiro et al. (2023) o engajamento em ESG é determinado pela qualidade institucional de cada país, o que pode trazer resultados peculiares para o contexto brasileiro. Além disso, investigar empresas brasileiras é relevante visto que existem resultados divergentes no que se refere à reação do mercado de capitais às informações sobre práticas ESG. Salgado et al. (2013) demonstraram que investimentos de natureza social e de sustentabilidade estavam negativamente relacionados ao desempenho econômico-financeiro de empresas listadas no ISE, durante os anos de 2005 a 2010. Esse resultado representa que, pelo menos no curto prazo, as ações socialmente responsáveis parecem não criar valor para as organizações brasileiras.

Freguete et al. (2015) evidenciaram que durante períodos de instabilidade econômica, mais especificadamente durante a crise de 2008, as empresas brasileiras listadas no ISE não apresentaram vantagens em termos de desempenho econômico-financeiro frente às não listadas. Martins et al. (2015) constataram que, ao fazer parte do ISE, as empresas demonstraram retornos anormais positivos e, ao serem excluídas do índice, apresentaram retornos anormais negativos. Contudo, com a absorção do ingresso ou saída do ISE, o mercado retomava sua normalidade.

Pereira et al. (2020) testaram as nuances existentes na relação entre a RSC e o desempenho financeiro, para isso, investigaram o papel moderador do disclosure voluntário. Como amostra, os autores consideraram as empresas integrantes do ISE, no período de 2010 a 2013. Os achados demonstraram uma relação positiva e significante nas duas direções de causalidade consideradas, no entanto, o disclosure dos relatórios de sustentabilidade não intensificou tal relação.

Considerando o contexto de impactos ambientais negativos, Prudêncio et al. (2019) analisaram os efeitos do disclosure ambiental negativo no desempenho de empresas causadoras de desastre ou sinistro. Nesta análise, os autores consideraram dois meios de comunicação: os relatórios de sustentabilidade GRI e informações divulgadas nas mídias sociais. Os resultados encontrados indicaram que o disclosure ambiental negativo não causou impactos no desempenho operacional das empresas analisadas, no entanto, influenciaram o seu valor de mercado.

Silva e Callado (2020) demonstraram que o fato de as empresas brasileiras estarem listadas no ranking Global 100 (listagem que reúne empresas com os melhores desempenhos em sustentabilidade), não teve impacto significativo nos retornos anormais acumulados. Por fim, Oliveira et al. (2021) investigaram os impactos do índice de sustentabilidade da B3 e da pandemia Covid-19 sobre o valor, o desempenho e o risco de empresas brasileiras, no período de 2010 a 2020. Os resultados indicaram que a adesão ao índice de sustentabilidade reduz significativamente o desempenho e o risco das empresas analisadas e que a pandemia foi um fator determinante para a redução do valor, do desempenho contábil e da volatilidade dessas empresas. Com isso, o estudo evidenciou a influência positiva que práticas sustentáveis causam no valor de mercado de empresas brasileiras.

Juntos, os estudos realizados em contexto brasileiro demonstram que diversos fatores podem nortear os diferentes resultados do efeito ESG sobre o mercado, como diferentes proxies ou período de análise. No que se refere ao período de análise, entende-se que devido à crescente demanda por informações ESG, tanto de investidores estrangeiros (Forbes, 2020), como das partes interessadas no mercado doméstico (InfoMoney, 2020b), os participantes do mercado brasileiro podem estar gradativamente incorporando o comportamento socialmente responsável como sinônimo de benefícios futuros e isso é uma questão atual.

Além disso, no mercado de capitais brasileiro, observa-se que uma quantidade substancial de empresas possui suas ações listadas em alguma bolsa de valores estrangeira, o que reflete a sua exposição à demanda de informações de um público internacionalizado. Como demonstrado pela Forbes (2020), investidores europeus têm valorizado o comprometimento organizacional com práticas ESG, desta forma, as empresas brasileiras acabam se engajando com tais práticas, como forma de divulgar informações requeridas e relevantes para o mercado estrangeiro.

Ainda, leva-se em consideração os resultados das pesquisas internacionais (Bona-Sánchez et al., 2017; Cheng & Wahid, 2017), realizadas também em mercados emergentes (Swarnapali, 2019), em que se verificou a influência positiva das informações ESG na informatividade dos lucros. Mais especificamente, no mercado emergente, Swarnapali (2019) destacou que os mercados de capitais estão gradualmente se conscientizando da relevância contida nos relatórios ESG. Com isso, elaborou-se a primeira hipótese desta pesquisa:

H1 – A divulgação de informações ESG está relacionada positivamente à informatividade dos lucros.

Além de testar o impacto das informações ESG na informatividade dos lucros, esta pesquisa verifica o papel moderador das mídias sociais nesta relação. A mídia social é percebida como meio capaz de gerar maior visibilidade ao comportamento socialmente responsável das organizações. Por isso, espera-se que potencialize o efeito das práticas ESG no conteúdo informativo dos lucros.

De fato, a revisão da literatura realizada por Karuna (2019) sobre o mercado de capitais na contabilidade identificou dois campos futuros de pesquisa que estão relacionados com a temática do presente estudo. O autor destaca a constante mudança do cenário empresarial, considerando que os principais ativos organizacionais são os intangíveis e que as empresas têm operado em ambientes cada vez mais voláteis, incertos, complexos e ambíguos. Dado esse cenário evolutivo, argumenta-se que uma visão mais ampla do valor das empresas está ganhando espaço na literatura.

Lev e Gu (2016) já haviam destacado esse cenário evolutivo das empresas, ao declarar que os relatórios financeiros tradicionais tenderiam a perder a sua relevância ao impactar o valor da empresa. De acordo com os autores, apenas

5% das informações contidas nas demonstrações financeiras são utilizadas pelos investidores ao tomarem decisões. O que os autores visualizam é a tendência do uso de relatórios em que se aborda uma perspectiva multi-stakeholders, de modo a atender expectativas de diversas partes relacionadas à empresa.

Como sugestão futura para estudos sobre mercado de capitais e contabilidade, Karuna (2019) destacou o uso de relatórios com informações não financeiras o que, para o autor, pode impulsionar o crescimento a longo prazo do valor da empresa. Ainda, Karuna (2019) destaca que os investidores estão cada vez mais requerendo informações não financeiras, pois as utilizam para analisar as perspectivas de avaliação das empresas, bem como o crescimento sustentável pela ótica de diferentes partes interessadas.

Esse primeiro aspecto destacado por Karuna (2019), alinhado à visão anterior de Lev e Gu (2016), diz respeito ao que tratamos na presente pesquisa como práticas não financeiras ESG, o que de acordo com ambos os estudos, tem potencial para agregar valor às empresas. O segundo aspecto abordado na revisão de Karuna (2019) é sobre o uso das mídias sociais, que podem ser um meio adicional de transmitir informações sobre as empresas, além dos relatórios financeiros.

De acordo com Karuna (2019), as empresas podem fazer uso das mídias sociais para divulgar informações relevantes de maneira oportuna, o que poderia influenciar a natureza das relações com as partes interessadas e sinalizar possíveis cenários futuros. Empiricamente, Lee et al. (2015) demonstraram que a reação negativa do preço das ações aos anúncios de recalls de produtos é menos evidente em empresas que possuem mídias sociais interativas, principalmente no que se refere ao uso do Twitter e ao número de tweets da empresa.

Em contexto brasileiro, Giordani et al. (2020) demonstraram que o uso do Twitter para a publicação de informações financeiras influencia positivamente o desempenho de mercado, em termos de retorno das ações. Os autores indicaram que as mídias sociais se configuram como uma fonte de informação adicional para as partes interessadas e, ainda, que tem influência sobre os participantes de mercado. De modo geral, seus achados apontam que o mercado incorpora informações divulgadas em mídias sociais.

Atrelado a isso, Giordani et al. (2019) constataram que o engajamento organizacional em mídias sociais como o Facebook e o Twitter estava positivamente relacionado com maiores scores de informações sociais e ambientais. Os autores demonstraram que tais mídias podiam ser consideradas como canais facilitadores para a disseminação de baixo custo e rápido acesso de informações não financeiras.

Tendo essas pesquisas como base, o presente estudo insere a mídia social na discussão sobre o impacto das informações ESG na informatividade dos lucros, tratando as mídias como um aspecto potencializador dessa relação. Isto é, tem-se como premissa que empresas que possuem relatório ESG e, que divulgam informações ESG em mídia social tendem a apresentar lucros mais informativos. A mídia social serviria, nesse contexto, como um canal de maior alcance para informar os investidores sobre o comprometimento organizacional socialmente responsável. Com isso, apresenta-se a segunda hipótese de pesquisa.

H2 – A relação entre informações ESG e a informatividade dos lucros é potencializada pelas divulgações em mídias sociais.

No caso de se identificar que o uso das mídias sociais para a divulgação de informações ESG potencialize sua relação com a informatividade dos lucros, a hipótese H2 não poderá ser rejeitada. Com isso, poder-se-á inferir que as mídias sociais possuem um papel relevante para o mercado de capitais brasileiro, ao auxiliar na disseminação de informações não financeiras a um baixo custo e, assim, possibilitar o aumento da informatividade dos ganhos das empresas analisadas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra

A população desta pesquisa é composta pelas companhias abertas listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa e Balcão [B³] em maio de 2021. Para delinear a amostra, foram excluídas as observações do período em que as empresas não continham informações para cálculo das variáveis e as empresas do setor financeiro. A amostra totalizou 723 observações de empresas/ano, analisadas durante os anos de 2015 a 2019.

A Tabela 1 apresenta a amostra da pesquisa subdivida por setores econômicos (Painel A) e entre as que publicam informações ESG em mídias sociais e as que não publicam (Painel B). Ambas as informações estão demonstradas por ano de análise.

Tabela 1

Amostra de empresas por ano e setor

Painel A – Amostra por setores econômicos classificados pelo GICS

Setor	2015	2016	2017	2018	2019	Obs.	%
Consumo discricionário	35	34	43	38	49	199	28%
Bens de consumo básico	9	11	13	11	13	57	8%
Energia	6	6	6	7	7	32	4%
Imobiliário	9	11	12	12	12	56	8%
Industrial	26	19	25	25	26	121	17%
Materiais	15	17	17	14	11	74	10%
Saúde	5	6	7	11	12	41	6%
Serviço de comunicação	3	4	4	6	5	22	3%
Tecnologia da informação	6	5	6	6	4	27	4%
Utilidades	12	17	25	17	23	94	13%
Total	126	130	158	147	162	723	100%

Painel B – Amostra de Empresas com mídia social

Ano	Com Twitter	% Empresas	Sem Twitter	% Empresas
2015	12	18,46%	114	17,33%

2016	13	20,00%	117	17,78%
2017	18	27,69%	140	21,28%
2018	8	13,85%	138	20,97%
2019	13	20,00%	149	22,64%
Total	65	100%	658	100%

Legenda: GICS: *Global Industry Classification Standard*; Obs.: Observações.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com o Painel A da Tabela 1, nota-se que, quanto ao setor de atuação, os mais representativos na amostra englobam os setores de Consumo Discretional (28%), Industrial (17%) e Utilidades (13%). Além disso, conforme o Painel B, nota-se que o número de empresas que utilizam as mídias sociais para a divulgação de informações ESG sofreu oscilações com o passar dos anos, chegando a 18 empresas (27,69%) no ano de 2017. No entanto, esse número sofreu uma redução até o final do período analisado, no qual foram identificadas apenas 13 empresas (20%) que fazem uso do Twitter como forma de divulgar suas informações ESG.

3.2 Variáveis de pesquisa

A Tabela 2 apresenta as variáveis que compõem o constructo da pesquisa.

Tabela 2
Constructo da pesquisa

Variáveis	Descrição	Cálculo	Autores
Variável dependente			
Informatividade dos lucros (IL)	Mede se o mercado de ações incorpora as informações dos lucros ao processo de formação de preços	Equação 1	Bona-Sánchez et al. (2017), Cheng e Wahid (2017), Swarnapali (2019)
Variável independente			
Environmental, Social, Governance (ESG)	Mede o quanto as empresas são engajadas em práticas ESG	Metodologia da base de dados Refinitiv Eikon®, em que são analisados e pontuados mais de 150 itens relacionados a ações ESG	Kaiser e Welters (2019)
Variável moderadora			
Mídia (MID)	Tweets	Log natural do número total de tweets	Jung et al. (2018), Giordani et al. (2019)
	Tweets referentes a informações ESG	Log natural do número total de tweets referentes a informações ESG	Jung et al. (2018)
	Retweets	Log natural do número total de retweets referentes a informações ESG	Jung et al. (2018)

	Curtidas	Log natural do número de curtidas referentes a informações ESG	Jung et al. (2018)
	Comentários	Log natural do número de comentários referentes a informações ESG	Jung et al. (2018)
	Usuários que seguem a empresa	Log natural do número de usuários que seguem a empresa	Jung et al. (2018), Giordani et al. (2019)
	Usuários que a empresa segue	Log natural do número de usuários que a empresa segue	Jung et al. (2018), Giordani et al. (2019)
	Quantidade de anos que a empresa usa o Twitter	Número de anos que a empresa usa o Twitter	Jung et al. (2018), Giordani et al. (2019)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para mensurar a informatividade dos lucros, esta pesquisa se baseou nos estudos de Bona-Sánchez et al. (2017), Cheng e Wahid (2017) e Swarnapali (2019). No estudo de Swarnapali (2019) as equações que visam determinar a informatividade dos lucros estão apresentadas separadamente, e, portanto, por questão didática, adotou-se as equações do estudo supracitado:

Equação 1

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 UE + \varepsilon$$

Em que CAR se refere a *cumulative abnormal return* e representa o retorno cumulativo das ações ajustados para uma janela de anúncio de trinta dias, calculado pela diferença entre o retorno médio de cada empresa sobre o retorno médio da carteira de empresas de mesmo tamanho e índice book-to-market (foram criados seis portfólios, de acordo com a pesquisa de Gao e Zhang (2015)); UE se refere a *unexpected earnings* e corresponde a diferença entre os lucros atuais e os lucros projetados pelos analistas ($EPS_{reportado,t} - EPS_{analista,t}$), em que $EPS_{reportado,t}$ se refere a variável “Earnings Per Share Reported – Mean” e a variável $EPS_{analista,t}$ se refere a variável “Earnings Per Share – Mean”, e; ε representa o termo erro. Espera-se que β_1 seja significativo e positivamente relacionado à variável dependente, o que representaria que o mercado de ações incorpora as informações dos lucros no processo de formação de preços.

No que se refere à variável ESG, utilizou-se a pontuação disponibilizada pela base de dados Refinitiv Eikon®, que mede em um score de 0 a 100, o quanto as empresas são engajadas com o meio ambiente, a sociedade e com a governança. Os estudos anteriores utilizados no embasamento das hipóteses desta pesquisa mensuraram essa variável diferentemente. As pesquisas brasileiras se concentraram em avaliar por meio de um estudo de eventos, a inserção das empresas no ISE (Salgado et al., 2013; Martins et al., 2015; Freguete et al., 2015) e, ainda, a classificação da empresa em um índice que remete as 100 empresas mais sustentáveis (Silva & Callado, 2020).

Os estudos internacionais, por outro lado, mensuraram o comportamento responsável das empresas considerando variáveis categóricas que representavam a divulgação de relatório de sustentabilidade ou a não divulgação. Estudos consideraram se as empresas divulgaram suas informações com base nas diretrizes do GRI (1), ou não (0) (Bona-Sánchez et al., 2017; Cheng & Wahid, 2017), ou se apenas divulgaram relatório de sustentabilidade (1) ou não (0), sem considerar nenhuma diretriz em específico.

Outras pesquisas, como a de Kaiser e Welters (2019), utilizaram o indicador proposto pela base de dados da Refinitiv Eikon®, para investigar a relação entre práticas ESG e portfólios de ações. Nesta pesquisa, assim como na de Kaiser e Welters (2019), entende-se que o score gerado pela Refinitiv Eikon® fornece indícios consistentes e, internacionalmente aceitos, sobre o engajamento das organizações em ESG. Assim, utilizou-se o score disponibilizado pela base de dados para a mensuração do desempenho ESG. No entanto, nesta pesquisa, a pontuação de 0 a 100 disponibilizada foi dividida por 10, como forma de aproxima-la das demais variáveis (na estatística descritiva), sendo transformada em variável categórica na operacionalização principal (regressões), igual a 1 para empresas com qualquer score ESG e zero caso contrário, a fim de facilitar a interpretação das moderações (equações 2 e 3).

Quanto à mídia social atuante como variável moderadora, optou-se pelo Twitter. Estudos o apontam como uma das plataformas mais usadas pelas organizações (Jung et al., 2018; Manetti et al., 2017) e, que possibilita a disseminação de informações de forma direta, pelo tempo escolhido por seus usuários, bem como o envio de mensagens repetidas e semelhantes referentes ao mesmo evento de informação. Ainda, é possível conhecer o número exato de seguidores, de modo que as empresas tenham noção do alcance de suas informações (Jung et al., 2018).

Para a coleta das informações necessárias para o cálculo da variável Mídia verificou-se, inicialmente, o sítio eletrônico de cada empresa, como forma de averiguar se estas possuíam *links* que direcionassem diretamente para sua página no Twitter. Este processo garante que a página corporativa, bem como o usuário identificado, seja o oficial da empresa em questão (Jung et al., 2018). Dessa forma, foram coletadas as informações constantes na Tabela 1, para a elaboração de um score referente ao uso corporativo do Twitter para a divulgação de informações ESG.

Para a elaboração desse score utilizou-se tais variáveis na operacionalização do método MOORA (*Multi-Objective Optimization based on Ratio Analisys*). O método MOORA caracteriza-se como uma ferramenta de análise decisória multicriterial, consistindo na avaliação das empresas em seu total, calculado da seguinte forma: o conjunto de dados é elevado ao quadrado e, em seguida, são divididos pela soma dos dados apresentados ao quadrado como denominadores. Os índices usados são situados entre zero e um e, adicionados quando o índice tem como objetivo a maximização, ou subtraídos quando o objetivo é a minimização (Brauers & Zavadskas, 2006). Dessa forma, quanto maior é o score gerado, maior é o uso corporativo do Twitter para a divulgação de informações ESG pelas empresas constantes na amostra.

Ressalta-se que não foram utilizadas variáveis explicativas para o retorno anormal em torno dos anúncios de lucro, conforme o realizado por Gao e Zang (2015).

3.3 Operacionalização

No que se refere à operacionalização, utilizou-se a modelagem de mínimos quadrados ordinários (MQO), controlando efeito fixo de empresa, ano e setor, com o intuito de controlar preocupações sobre possíveis vieses de variáveis omitidas. Primeiro, operacionalizou-se a Equação 2, em que foi testada empiricamente a H₁ desta pesquisa:

Equação 2

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 UE + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 UE_{it} * ESG_{it} + EfeitoFixo_{ano} + EfeitoFixo_{Setor} + \varepsilon_{it}$$

Espera-se que β₃ seja positivo e estatisticamente significante, o que revelaria que as informações ESG são incorporadas no preço das ações. Para testar a H₂ desta pesquisa, insere-se na Equação 3 o efeito moderador das informações ESG em mídias sociais, a fim de verificar se as mídias são capazes de dar maior visibilidade às práticas ESG, de modo a potencializar sua relação com o retorno cumulativo das ações.

Equação 3

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 UE + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 MID_{it} + \beta_4 UE_{it} * ESG_{it} + \beta_5 UE_{it} * MID_{it} + \beta_6 ESG_{it} * MID_{it} + \beta_7 UE_{it} * ESG_{it} * MID_{it} + EfeitoFixo_{ano} + EfeitoFixo_{Setor} + \varepsilon_{it}$$

Espera-se que β₇ seja positivo e estatisticamente significante, o que revelaria que as informações ESG, divulgadas em mídias sociais, são incorporadas no preço das ações, de modo a potencializar a informatividade dos lucros.

Os pressupostos da regressão MQO foram testados e os resultados são apresentados em conjunto com as tabelas dos resultados. Ressalta-se que a variável UE foi normalizada para que a sua interação com ESG e mídia refletisse a premissa teórica.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 3 contém a análise descritiva das variáveis. No Painel A, encontram-se as informações referentes à amostra total desta pesquisa, enquanto nos Painéis B e C são demonstrados os testes *t* de média para grupos,

com o intuito de verificar diferenças significativas entre empresas que possuem ou não engajamento em práticas ESG (Painel B) e entre empresas que divulgam ou não informações ESG em suas mídias sociais (Painel C).

Nota-se que as empresas brasileiras possuem, em média, um retorno cumulativo de suas ações negativo, quando ajustado para trinta dias. Em relação às práticas ESG, destaca-se a ampla variabilidade existente nos níveis de engajamento das empresas, visto que se identificou pontuações zeradas até empresas com 8,98 pontos (de um total de 10), possuindo um desvio padrão de 2,54.

Tabela 3
Estatística descritiva

Painel A – Estatística descritiva da amostra total

	Min	Perc. 25	Mediana	Perc. 75	Máx	Média	DP
CAR _{it}	-0,1984	0,0000	0,0000	0,0000	0,1909	-0,0015	0,0674
UE _{it}	-0,0134	0,0000	0,0000	0,0000	0,1325	0,0094	0,0212
ESG _{it}	0,0000	0,0000	0,0000	3,3900	8,9848	1,6765	2,5463
N	723						

Painel B – Teste t de médias para grupo com informação ESG e sem

	Com ESG	Sem ESG	t
	Média	Média	
CAR _{it}	-0,0121	0,0048	3,2858***
UE _{it}	0,0167	0,0050	-7,4212***
N	270	453	

Painel C – Teste t de médias para grupo com divulgação em mídia social e sem

	Com mídia social	Sem mídia social	t
	Média	Média	
CAR _{it}	0,00260	-0,0019	-0,5143
UE _{it}	0,0133	0,0090	-1,5427
ESG _{it}	3,6422	1,4823	-6,7205
N	65	658	

Legenda: *, **, *** significativo a nível de 10%, 5% e 1% respectivamente; as variáveis contínuas foram winsorizadas em 1% e 99%; Min é a abreviação para mínimo; Perc. é a abreviação para percentil; Máx é a abreviação para máximo; N representa o número de observações; CAR é o retorno cumulativo das ações ajustados para uma janela de anúncio de trinta dias; UE é a diferença entre os lucros atuais e os lucros esperados; ESG é a sigla para Environmental, Social and Governance.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto aos testes t de média expostos na Tabela 3, pode-se notar que, para a amostra analisada no Painel B, empresas engajadas em ESG possuem, em média, retornos anormais acumulados (CAR_{it}) negativos, enquanto as empresas não engajadas em ESG possuem retornos anormais acumulados (CAR_{it}) positivos. No que se refere ao lucro inesperado (UE_{it}), empresas ESG parecem reportar lucros com maiores diferenças do previsto pelos analistas, ao comparar com empresas não ESG, nas quais os lucros reportados e previstos pelos analistas apresentam maior semelhança. Em conjunto, esses resultados sugerem que os retornos cumulativos negativos das empresas ESG podem ser decorrentes da maior diferença entre o lucro previsto pelos analistas e o reportado por essas empresas.

Por sua vez, o teste realizado considerando empresas que possuem ou não mídias sociais e a utilizam para divulgar informações ESG (Painel C) não apresentou resultados significativos, o que pode ser decorrente do baixo número de empresas que divulgam informações ESG no Twitter (apenas 65, comparadas a 658 que não divulgam).

Como forma de analisar a associação entre as variáveis, elaborou-se a matriz de correlação de Pearson/Spearman exposta na Tabela 4.

Tabela 4
Matriz de correlação de Pearson/Spearman

	CAR _{it}	UE _{it}	ESG _{it}	MID _{it}
CAR _{it}	1	-0,0207	-0,1081**	0,0058
UE _{it}	0,0072	1	0,3978**	0,1221**
ESG _{it}	-0,1215**	0,2664**	1	0,2109**
MID _{it}	0,0273	0,0480	0,2144**	1

Legenda: Pearson na diagonal inferior e Spearman na diagonal superior; **significativo a nível de 5%; as variáveis contínuas foram winsorizadas em 1% e 99%; CAR é o retorno cumulativo das ações ajustados para uma janela de anúncio de trinta dias; UE é a diferença entre os lucros atuais e os lucros esperados; ESG é a sigla para Environmental, Social and Governance; ESG é uma variável categórica igual a 1 se a empresa possui qualquer score de engajamento ESG, 0 se a empresa não possui score zero.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A análise da Tabela 4 indica, preliminarmente, que os lucros inesperados (UE_{it}), bem como a divulgação em mídias (MID_{it}) das organizações analisadas não se correlacionam significativamente com o retorno cumulativo anormal das ações (CAR_{it}). No entanto, há uma correlação positiva e significativa entre o engajamento em práticas ESG (ESG_{it}) e sua divulgação em mídias sociais, bem como entre ESG_{it} e os lucros inesperados (UE_{it}) de empresas brasileiras, o que significa que empresas envolvidas em ESG são as que fazem maior divulgação em mídia social, conforme destacado por Giordani et al. (2019), e as que reportam lucros mais diferentes do previsto pelos analistas.

Na Tabela 5 são apresentados os modelos que visam analisar a relação entre informatividade dos lucros e ESG. Na coluna 1 apresenta-se a equação 1 de pesquisa, com controles de efeitos fixos por setor e ano. Na coluna 2, insere-se a variável ESG na equação, e na coluna 3, insere-se a variável de interação.

Tabela 5
Resultados da relação entre ESG e informatividade dos lucros

	CAR _{it} (1)	CAR _{it} (2)	CAR _{it} (3)
β_1 UE _{it}	0,0680 (0,41)	0,1729 (0,99)	0,2631 (1,07)
β_2 ESG _{it}		-0,0178*** (-3,23)	-0,0164*** (-2,73)
β_3 UE _{it} *ESG _{it}			-0,1483 (-0,43)

β_0	0,0014 (0,20)	0,0081 (0,96)	0,0076 (0,91)
EF Ano	Sim	Sim	Sim
EF Setor	Sim	Sim	Sim
ANOVA	0,0035***	0,0019***	0,0022***
R ²	3,91%	5,36%	5,41%
VIF	1,03	1,13	3,31
DW	2,0838	2,0953	2,0959
N	723	723	723

Legenda: *, **, *** significativo a nível de 10%, 5% e 1% respectivamente; as variáveis contínuas foram winsorizadas em 1% e 99%; CAR é o retorno cumulativo das ações ajustados para uma janela de anúncio de trinta dias; UE é a diferença entre os lucros atuais e os lucros esperados; ESG é a sigla para *Environmental, Social and Governance*; ESG é uma variável categórica igual a 1 se a empresa possui qualquer score de engajamento ESG, 0 se a empresa não possui score zero; N representa o número de observações; EF é a sigla para efeito fixo; VIF é variance inflator factor; DW é a sigla para Durbin Watson; o erro padrão foi clusterizado por empresa.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os achados da Tabela 5 indicam, primeiramente, que os lucros inesperados (β_1UE_{it}) não são informativos por si só no contexto brasileiro (coluna 1), de modo que o mercado de ações não incorpora suas informações no processo de formação de preços. Isto ocorre, pois, o β_1 da equação não apresentou uma relação significativa estatisticamente com o retorno anormal cumulativo (CAR_{it}). Além disso, o coeficiente negativo da variável ESG (β_2ESG_{it}), na coluna 2 e 3, demonstra que as empresas ESG possuem retornos anormais acumulados menores, o que corrobora com os resultados evidenciados no Painel B da Tabela 3.

No que se refere à interação entre a variável ESG e os lucros inesperados ($\beta_3UE_{it}^*ESG_{it}$), na coluna 3, percebe-se que a diferença entre o lucro reportado pela empresa e o lucro previsto pelos analistas não é incorporado ao retorno anormal acumulado em empresas ESG, o que difere do esperado pela H₁ desta pesquisa e, portanto, justificam a sua rejeição.

Esses resultados, embora divergentes do esperado, podem ser compreendidos com base nos argumentos de Cheng e Wahid (2017), os quais salientam que de fato, a capacidade do ESG em potencializar a informatividade dos lucros é uma questão inteiramente empírica. O primeiro argumento que explica a informação ESG não ser informativa em um determinado contexto está atrelada à extensiva quantidade de informações divulgadas pelas empresas, o que pode gerar um custo significativo para que investidores e analistas venham a observar e incorporar tais informações.

Além disso, Cheng e Wahid (2017) destacam que a falta de comparabilidade entre relatórios ESG das empresas também pode prejudicar seu potencial informativo. Essa falta de comparabilidade também é presente no contexto brasileiro, em que cada empresa divulga suas informações de modo particular, o que pode acabar dificultando a compreensão dos agentes de mercado sobre seu potencial informativo.

Finalmente, Cheng e Wahid (2017) ainda destacam que a visão cética das práticas ESG pode justificar a sua falta de informatividade. Investidores podem

entender que empresas se engajam em práticas ESG apenas como forma de encobrir outras práticas oportunistas que acontecem na organização, a denominada “cortina verde”, que evidencia informações “boas” como forma de não atrair a atenção dos usuários das informações para informações potencialmente “ruins”. Se investidores consideram que as empresas brasileiras possam fazer uso dessa prática de “greenwashing” ou “socialwashing”, de fato, suas informações ESG não irão refletir na maior informatividade de seus lucros.

Na Tabela 6, apresentam-se os resultados da influência das informações ESG divulgadas em mídias sociais na informatividade dos lucros. Analisa-se na coluna 1 apenas a influência da mídia no retorno anormal cumulativo das ações, sem considerar seu papel moderador. Já na coluna 2, analisam-se os resultados da equação 3, que visam identificar a interação entre UE, ESG e mídia.

Tabela 6

Resultados da influência das informações ESG divulgadas em mídias sociais na informatividade dos lucros

	CAR _{it}	CAR _{it}
	OLS	OLS
	(1)	(2)
β_1 UE _{it}	0,0630 (0,36)	0,2376 (0,97)
β_2 ESG _{it}		-0,0185*** (-3,06)
β_3 MID _{it}	0,0362 (1,36)	0,0410 (1,31)
β_4 UE _{it} *ESG _{it}		-0,1408 (-0,39)
β_5 UE _{it} *MID _{it}		4,8716*** (4,36)
β_6 UE _{it} *ESG _{it} *MID _{it}		-4,2474*** (-3,16)
β_0	-0,0001 (-0,02)	0,0060 (0,68)
EF Ano	Sim	Sim
EF Setor	Sim	Sim
ANOVA	0,0042***	0,0000***
R ²	0,0423	0,0629
VIF	1,08	17,83
DW	2,0928	2,1024
N	723	723

Legenda: *, **, *** significativo a nível de 10%, 5% e 1% respectivamente; as variáveis contínuas foram winsorizadas em 1% e 99%; CAR é o retorno cumulativo das ações ajustados para uma janela de anúncio de trinta dias; UE é a diferença entre os lucros atuais e os lucros esperados; ESG é a sigla para *Environmental, Social and Governance*; ESG é uma variável categórica igual a 1 se a empresa possui qualquer score de engajamento ESG, 0 se a empresa não possui

score zero; N representa o número de observações; EF é a sigla para efeito fixo; VIF é variance inflator factor; DW é a sigla para Durbin Watson; o erro padrão foi clusterizado por empresa. Fonte: Elaborada pelos autores.

Os achados da coluna 1 demonstram que o uso corporativo do Twitter não impacta no retorno anormal cumulativo das ações (β_3MID_{it}). Contudo, na coluna 2, ao interagir o uso corporativo do Twitter com o lucro inesperado ($\beta_5UE_{it}^*MID_{it}$), observa-se que o lucro reportado pelas empresas que difere do esperado pelos analistas é informativo para aquelas empresas que fazem uso do Twitter. Esse resultado reflete o potencial informativo da mídia social e corrobora com os resultados de Giordani et al. (2020), ao demonstrar que há potencialização da informatividade dos lucros inesperados no contexto brasileiro pelo uso do Twitter, visto que a interação $\beta_5UE_{it}^*MID_{it}$, apresentou-se significativa ao nível de 1%.

No entanto, ao observar o efeito moderador da mídia na relação entre as informações ESG e a informatividade dos lucros ($\beta_6UE_{it}^*ESG_{it}^*MID_{it}$), identifica-se uma relação negativa e significativa ao nível de 1%. Isso significa que o desempenho ESG das empresas brasileiras retira o efeito positivo que o uso corporativo das mídias possui na informatividade dos lucros.

Ainda que a divulgação de informações ESG no Twitter esteja atrelada a maior informatividade dos lucros ($\beta_5UE_{it}^*MID_{it} = 4,87^{***}$), os resultados demonstram que essa divulgação não é suficiente para perpassar aos efeitos negativos que podem ser percebidos por empresas que possuem score ESG disponibilizado pela Refinitiv Eikon® ($\beta_6UE_{it}^*ESG_{it}^*MID_{it} = -4,25^{***}$). Assim, o que se percebe é que o Twitter pode ser um canal chave de divulgação e esclarecimento sobre as informações ESG, uma vez que, quando divulgadas em outros canais que não carecem de maior engajamento do público (como score disponibilizado pela Refinitiv), podem ser percebidas como práticas negativas para o mercado e não informativas sobre o lucro.

Percebe-se ainda, que das 723 observações analisadas, apenas 270 se referem a empresas que possuem score ESG divulgado pela base de dados Refinitiv Eikon®, além de que somente 65 observações se referem às empresas que divulgam informações ESG no Twitter. O que pode justificar o fato de o Twitter ser informativo nessas 65 observações ($\beta_5UE_{it}^*MID_{it} = 4,87^{***}$) é de que, muito provavelmente, essas informações divulgadas em mídia social venham a explicar/esclarecer/justificar as possíveis razões pelas quais o lucro reportado pela empresa foi diferente do lucro previsto pelos analistas. Assim, a divulgação das informações ESG neste canal de mídia social pode ser considerada informativa, embora a pontuação ESG divulgada pela Refinitiv Eikon® não seja.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa avaliou o efeito das informações ESG divulgadas em mídias sociais na informatividade dos lucros. Para isso, elaborou-se uma pesquisa com 723 observações empresas/ano de empresas brasileiras listadas na B3, analisadas no período de 2015 a 2019. Os achados apontam que, no contexto brasileiro, empresas com maiores níveis de engajamento em práticas ESG não tem efeito

na informatividade do lucro inesperado. Assim, com base nas análises realizadas, a premissa elaborada na hipótese H1 do estudo foi rejeitada.

No que se refere ao uso corporativo das mídias sociais, os resultados demonstram que as empresas são mais informativas ao utilizar esse canal para a divulgação de suas práticas socialmente responsáveis. Por outro lado, níveis maiores de engajamento em práticas ESG parecem anular os efeitos positivos proporcionados pelo uso da mídia. Com isso, conclui-se que as empresas que possuem relatórios ESG e divulgam tais informações em mídias sociais não apresentam lucros mais informativos. Assim, a hipótese H2 não pôde ser aceita.

Este estudo contribui para a literatura ao salientar que, no contexto brasileiro, os lucros inesperados não são informativos por si só, visto que não há incorporação de suas informações pelo mercado de ações no processo de formação de preços. Ademais, nota-se que, diferente de outros contextos, o desempenho ESG das empresas não é percebido pelos participantes do mercado como uma divulgação complementar aos relatórios financeiros.

Quanto aos achados relacionadas às mídias sociais, o estudo contribui ao demonstrar que informações relacionadas às práticas ESG no contexto analisado e, sinalizadas por meio de mídias sociais como o Twitter, podem aumentar a visibilidade de tais informações e, com isso influenciar a percepção de investidores e analistas, maximizando, assim, a informatividade de seus lucros. Ainda, esta pesquisa contribui com gestores, ao demonstrar a relevância do uso de mídias sociais como ferramenta estratégica para esclarecer aspectos de divulgação ESG, o que por consequência torna a divulgação do lucro mais informativa para acionistas e investidores.

Além do mais, para o governo e órgãos reguladores, esta pesquisa contribui ao gerar insights sobre possíveis melhorias necessárias na informação ESG divulgada pelas empresas em contexto brasileiro, para que tais informações sejam incorporadas pelo mercado de capitais de modo informativo. Reguladores podem desenvolver normativas que orientam a elaboração dos demonstrativos ESG, de modo a melhorar a comparabilidade de tais informações, considerando que a falta de comparabilidade pode ser um aspecto que dificulta a incorporação de tais informações pelo mercado. Finalmente, recursos e/ou benefícios governamentais poderiam contribuir para que empresas desenvolvessem este comportamento socialmente e ambientalmente responsável, de modo a mitigar o olhar cético da comunidade e melhorar a informatividade e transparência de incentivos para a realização de tais práticas.

O presente estudo possui algumas limitações, dentre as quais se pode destacar duas principais. Primeiramente, a utilização de dados fornecidos pela base de dados Refinitiv Eikon® como forma de mensurar o desempenho ESG das empresas, visto que existe a possibilidade de empresas serem engajadas em práticas ESG, mas tais práticas não serem capturadas pela base de dados. Por fim, esta pesquisa se limita a análise de apenas uma mídia social (Twitter), sendo que futuras pesquisas podem incluir outras mídias, como por exemplo o Facebook, a fim de aumentar o período de análise das informações consideradas e o número de empresas que utilizam a mídia. Em relação às mídias sociais, recomenda-se, ainda, a realização de uma análise qualitativa das informações

divulgadas pelas organizações, de modo que seja possível identificar se há diferenças no efeito dessas informações, a depender do conteúdo divulgado.

REFERÊNCIAS

- Blankespoor, E., Miller, G. S., & White, H. D. (2014). The role of dissemination in market liquidity: Evidence from firms' use of Twitter™. *The Accounting Review*, 89(1), 79-112. Doi: <https://doi.org/10.2308/accr-50576>
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martin, D. J. (2017). Sustainability disclosure, dominant owners and earnings informativeness. *Research in International Business and Finance*, 39, 625-639. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.020>
- Brauers, W. K., & Zavadskas, E. K. (2006). The MOORA method and its application to privatization in a transition economy. *Control and cybernetics*, 35(2), 445-469.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of accounting research*, 171-202. Doi: <https://doi.org/10.2307/2672914>
- Cheng, S. F., & Wahid, A. S. (2017). Do Voluntary CSR Reports Affect Earnings Informativeness?. Doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2537485>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100. Doi: <https://doi.org/10.2308/accr-00000005>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723-759. Doi: <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Forbes. (dez, 2020). Acessado em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2020/06/>
- Freguete, L. M., Nossa, V., & Funchal, B. (2015). Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 232-248. Doi: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151873>

- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of corporate finance*, 32, 108-127. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>
- Giordani, M. S., Lunardi, M. A., & Klann, R. C. (2020). Uso corporativo de mídias sociais e o desempenho de mercado. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14, e169560-e169560. Doi: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.169560>
- Giordani, M. S., Soschinski, C. K., & Klann, R. C. (2019). Uso corporativo de mídia social e a responsabilidade social corporativa. *Revista Gestão Organizacional*, 12(3). Doi: <https://doi.org/10.22277/rgo.v12i3.5192>
- Passivo ambiental de empresas se torna fator de risco e afasta investidor. (20 jul., 2020a). Acesso dez. 2020 em InfoMoney: <https://www.infomoney.com.br/mercados/passivo-ambiental>.
- ESG: as três letras que estão mudando o mercado de ações. (18 jun., 2020b). Acesso dez. 2020 em InfoMoney: <https://www.infomoney.com.br/stock-pickers/esg-as-tres-letras-que-estao-mudando-o-mercado-de-acoes/>.
- Jung, M. J., Naughton, J. P., Tahoun, A., & Wang, C. (2018). Do firms strategically disseminate? Evidence from corporate use of social media. *The Accounting Review*, 93(4), 225-252. Doi: <https://doi.org/10.2308/accr-51906>
- Kaiser, L., & Welters, J. (2019). Risk-mitigating effect of ESG on momentum portfolios. *The Journal of Risk Finance*. Doi: <https://doi.org/10.1108/JRF-05-2019-0075>
- Karuna, C. (2019). Capital markets research in accounting: Lessons learnt and future implications. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 161-168. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.03.001>
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective. *Financial Review*, 44(2), 213-237. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2009.00216.x>
- Lee, L. F., Hutton, A. P., & Shu, S. (2015). The role of social media in the capital market: Evidence from consumer product recalls. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 367-404. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12074>
- Lev, B., & Gu, F. (2016). The end of accounting and the path forward for investors and managers. John Wiley & Sons. Doi: <https://doi.org/10.1002/9781119270041>
- Manetti, G., Bellucci, M., & Bagnoli, L. (2017). Stakeholder engagement and public information through social media: A study of Canadian and American public transportation agencies. *The American Review of Public Administration*, 47(8), 991-1009. Doi: <https://doi.org/10.1177/0275074016649260>

- Martins, D. L. O., Bressan, V. G. F., & Takamatsu, R. T. (2015). Responsabilidade social e retornos das ações: uma análise de empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 14(42), 85-98. Doi: <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v14n42p85-98>
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2020). Business sustainability factors and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101688. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101688>
- Oliveira, T., Jesuka, D., Peixoto, F. M., & Tizziotti, C. P. P. (2021). A Sustentabilidade e a Covid-19 afetam o Desempenho, o Valor e o Risco de Firmas no Brasil?. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 227-239. Doi: <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140209>
- Pereira, A. F. A., Stocker, F., Mascena, K. M. C. & Boaventura, J. M. G. (2020). Desempenho social e desempenho financeiro em empresas brasileiras: análise da influência do disclosure. *Brazilian Business Review*, 17(5), 540-558. Doi: <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.5.4>
- Pinheiro, A. B., dos Santos, J. I. A. S., Cherobim, A. P. M. S., & Segatto, A. P. (2023). What drives environmental, social and governance (ESG) performance? The role of institutional quality. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 35(2), 427-444.
- Prudêncio, P. A., Forte, H. C., De Luca, M. M. M., & de Vasconcelos, A. C. (2019). Disclosure ambiental negativo e desempenho em empresas listadas na B3. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 13(2), 58-74. Doi: <https://doi.org/10.24857/rgsa.v13i2.1872>
- Salgado, S. I. F., Silva, W. A. C., & Cunha, G. R. (2013). Sustentabilidade, responsabilidade social e criação de valor em empresas participantes do ISE no Brasil. *Tourism & Management Studies*, 2, 657-672.
- Schiehll, E., & Kolahgar, S. (2021). Financial materiality in the informativeness of sustainability reporting. *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 840-855. Doi: <https://doi.org/10.1002/bse.2657>
- Silva, N. E. F., & Callado, A. L. C. (2020). Divulgação do ranking global 100 e o efeito nos retornos das ações: uma abordagem utilizando estudo de eventos. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(2), 176-192. Doi: <https://doi.org/10.14392/ASAA.2020130209>
- Swarnapali, R. N. C. (2019). Sustainability disclosure and earnings informativeness: evidence from Sri Lanka. *Asian Journal of Accounting Research*. Doi: <https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2019-0033>

Xu, S., Chen, X., Li, A., & Xia, X. (2020). Disclosure for whom? Government involvement, CSR disclosure and firm value. *Emerging Markets Review*, 44, 100717. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100717>

Zhang, W., Wang, P., & Li, Y. (2021). Do messages on online stock forums spur firm productivity?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101609. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101609>

Planilha de Contribuição dos Autores			
Contribuição	Caroline K. Soschinski	Inaê de S. Barbosa	Roberto C. Klann
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	X	
2. Definição do problema de pesquisa	X	X	
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X		
5. Coleta de dados	X	X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	X	
7. Conclusões da pesquisa	X	X	
8. Revisão crítica do manuscrito			X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X	X	
10. Orientação			X