

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos tem se observado crescente da demanda por informações não financeiras sobre as atividades ESG (do inglês *environmental, social and governance*) das empresas, refletindo a preocupação com o bem-estar social no espaço corporativo e maior atenção às atividades de responsabilidade social das empresas por parte de investidores, gerentes corporativos e órgãos reguladores (Tsang et al., 2023).

No Brasil, a divulgação de informações ESG não é obrigatória, mesmo para empresas com ações negociadas em bolsa. No intuito de contribuir com a transparência e estimular a divulgação de informações sobre o desempenho ESG das empresas de capital aberto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passou a exigir desde 2023 que estas empresas relatem em seu formulário de referência se são divulgadas informações ESG em relatório anual ou documento específico (aqui denominado de relatório de sustentabilidade) e quais as principais características da política de divulgação ESG da empresa (CVM, 2021). A partir do exercício social de 2026, a CVM passará a exigir a divulgação de relatório de sustentabilidade, seguindo as normas do Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (CBPS) (CVM, 2023). Assim, por meio da análise do formulário de referência, é possível verificar como empresas brasileiras de capital aberto estão realizando divulgação ESG e quais as principais características da informação divulgada durante o período de transição à obrigatoriedade.

Outro ponto de discussão são os determinantes da divulgação ESG. Uma vez que as empresas têm poder discricionário substancial sobre a quantidade e a qualidade da informação a ser divulgada, torna-se relevante compreender as principais características da divulgação ESG das empresas brasileiras, bem como seus possíveis determinantes no ambiente organizacional (Seow, 2024). Embora já exista literatura prévia sobre divulgação de sustentabilidade no mercado de capitais brasileiro, os estudos anteriores utilizam principalmente métricas de divulgação que não englobam a dimensão governança ou baseadas em métricas internacionais. Com a análise do formulário de referência é possível fazer a análise dos determinantes da divulgação ESG utilizando métricas que são consideradas relevantes para o órgão regulador do mercado de capitais brasileiro.

Este estudo foi motivado pelas seguintes questões de pesquisa: *Quais são as características da divulgação de informações ESG das empresas brasileiras de capital aberto? Quais atributos corporativos estão relacionados à divulgação ESG dessas empresas?* Seu objetivo é analisar as características e os determinantes corporativos da divulgação ESG das empresas brasileiras de capital aberto. Inicialmente identificou-se as características e o nível da divulgação ESG de 248 empresas listadas na B3 a partir da análise do formulário de referência de 2024. Em seguida, verificou-se a relação das características e do nível de divulgação ESG com atributos corporativos destas empresas apontados pela literatura como determinantes da divulgação ESG: tamanho, endividamento, desempenho financeiro, valor de mercado, estrutura de propriedade, governança corporativa e setor de atividade (Khan, 2022; Seow, 2024).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A literatura tem investigado a divulgação ESG a partir de diversas lentes teóricas, destacando-se a Teoria dos *Stakeholders*, a Teoria da Legitimidade, a Teoria Institucional e a Teoria da Agência (Del Gesso & Lodhi, 2025; Seow, 2024; Tsang et al., 2023). Sob a ótica da Teoria dos *Stakeholders*, a divulgação ESG é capaz de abordar questões levantadas por diferentes partes interessadas e obter sua aprovação, já que o apoio das partes interessadas é fundamental para a sobrevivência da empresa (Del Gesso & Lodhi, 2025). Do ponto de vista da Teoria da Legitimidade, a divulgação ESG é um meio de a empresa buscar legitimidade na sociedade, em meio ao crescente desejo de stakeholders estarem associados a empresas ambiental e socialmente responsáveis (Seow, 2024). De acordo com a abordagem da Teoria Institucional, que argumenta que as instituições sociais, como leis, normas e valores culturais,

moldam e influenciam o comportamento e as estruturas das organizações mais do que outras influências, a divulgação de ESG seria uma resposta das organizações às pressões institucionais (Del Gesso & Lodhi, 2025). Na perspectiva da Teoria da Agência, a divulgação ESG funciona como um mecanismo de governança corporativa que reduz os custos de agência relacionados à assimetria informacional entre a empresa e seus acionistas (Seow, 2024).

A política de divulgação ESG é uma decisão a nível de empresa, suscetível a influências do ambiente organizacional. A literatura internacional tem apontado diversos atributos corporativos como determinantes da divulgação ESG, dos quais se destacam (Khan, 2022; Seow, 2024; Tsang et al., 2023): tamanho, endividamento, desempenho financeiro, valor de mercado, estrutura de propriedade, governança corporativa e setor de atividade. No Brasil, o estudo dos determinantes da divulgação ESG apresenta resultados inconclusivos, sendo mais comum estudos que tratam da relação de atributos corporativos com indicadores de divulgação de sustentabilidade que não incluíam a dimensão de governança ou baseados em métricas internacionais. Com base na literatura anterior e nas teorias que são consideradas no estudo da divulgação ESG, foram propostas sete hipóteses sobre a relação entre divulgação ESG e atributos corporativos.

Hipótese 1: A divulgação ESG está positivamente relacionada ao tamanho da empresa

Hipótese 2: A divulgação ESG está positivamente relacionada ao endividamento da empresa

Hipótese 3: A divulgação ESG está positivamente relacionada à rentabilidade da empresa

Hipótese 4: A divulgação ESG está positivamente relacionada ao valor da empresa

Hipótese 5: A divulgação ESG está negativamente relacionada à concentração de propriedade da empresa

Hipótese 6: A divulgação ESG está positivamente relacionada à listagem em segmentos diferenciados de governança corporativa da B3

Hipótese 7: A divulgação ESG está relacionada ao setor de atividade da empresa

3 METODOLOGIA

A amostra da pesquisa consistiu em 248 empresas não bancárias listadas na B3 no ano de 2024. A execução da pesquisa foi dividida em duas partes. Inicialmente foi realizada uma análise de conteúdo, a fim de identificar as características e o nível da divulgação ESG das empresas amostradas. Em seguida foram processados testes estatísticos para verificar a relação entre o nível de divulgação ESG e outros atributos corporativos.

Foram objeto de análise de conteúdo os formulários de referência das empresas da amostra referentes ao ano de 2024 (primeira versão publicada), disponível no website da CVM. De acordo com o item 1.9 do formulário de referência (Informações ambientais, sociais e de governança corporativa), o nível de divulgação ESG foi analisada a partir da presença (ou ausência) de sete características: Divulgação de relatório de sustentabilidade (DRS); relatório de sustentabilidade divulgado seguindo algum padrão internacional (RI, GRI, SASB) (PAD); asseguração do relatório de sustentabilidade por firma de auditoria independente (AUD); existência de matriz de materialidade e indicadores-chave na elaboração de relatório de sustentabilidade (MAT); indicação dos ODS utilizados na elaboração do relatório de sustentabilidade (ODS); elaboração do relatório de sustentabilidade considera as recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD); elaboração de inventário de gases do efeito estufa (IGEE).

Para cada característica analisada foi atribuído um score de divulgação ESG - um (1) caso a resposta fosse positiva, e zero (0) caso contrário. A partir do score de cada característica

foi construída uma métrica de nível de divulgação ESG para cada empresa (ESG1), em uma escala que vai de zero a um de acordo com o número de características presentes.

Como teste de robustez foi construída uma segunda métrica de nível de divulgação ESG (ESG2), considerando uma análise detalhada de três características. O padrão de divulgação (PAD) foi categorizado de acordo com a metodologia utilizada pela empresa (RI, GRI e/ou SASB): nenhuma metodologia (0,00); uma metodologia (0,33), duas metodologias (0,67) ou três metodologias (1,00). A asseguarção (AUD) foi categorizada em quatro grupos: relatório de sustentabilidade não assegurado (0,00), relatório de sustentabilidade assegurado por não identificada (0,33); relatório de sustentabilidade assegurado por firma não enquadrada como Big Four (0,67); relatório de sustentabilidade assegurado por Big Four (Delloite, EY, KPMG ou PwC) (1,00). E os objetivos do desenvolvimento sustentável (ODS) foram categorizados em uma escala de 0,00 a 1,00, de acordo com o número de ODS considerados pela empresa na elaboração do relatório de sustentabilidade e informados no formulário de referência.

A análise da relação entre divulgação ESG e outros atributos corporativos da divulgação ESG foi realizada por meio de análise de regressão, conforme o modelo da Equação 1. As variáveis dependentes (DESG) são características da divulgação ESG (DRS, PAD, AUD, MAT, ODS, TCFD, IGEE) e os níveis de divulgação ESG (ESG1 e ESG2). As variáveis independentes são atributos corporativos relatados pela literatura como possíveis determinantes da divulgação ESG: tamanho (TAM), endividamento (END), rentabilidade (ROA), valor de mercado (Q), concentração de controle (CON), governança corporativa (GC) e setor de atividade (SET).

$$DESG = \beta_0 + \beta_1TAM + \beta_2END + \beta_3ROA + \beta_4Q + \beta_5CON + \beta_6GC + \beta_7SET + \varepsilon \quad (1)$$

Para a mensuração das variáveis independentes foram utilizados dados das demonstrações financeiras padronizadas e da B3 no ano de 2023, disponíveis na base de dados ComDinheiro®, para reduzir problemas de endogeneidade decorrentes de simultaneidade. As modelagens de análise de regressão foram escolhidas de acordo com o tipo de variável dependente: para variáveis métricas (nível de divulgação ESG) foi utilizada regressão linear múltipla com mínimos quadrados ordinários; e para variáveis binárias (características da divulgação ESG), foi utilizada regressão logística. Devido a problemas de heterocedasticidade, todas as estimações foram processadas com erros padrão robustos, o que também corrige eventuais problemas de autocorrelação dos resíduos.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Características da divulgação ESG

Das 248 empresas que compõe a amostra da pesquisa, 185 relataram que divulgam alguma informação ESG por meio de relatório de sustentabilidade (74,6% da amostra). O nível médio de divulgação ESG, quando consideradas apenas as respostas binárias, é de 60,6% (ESG 1). Já quando se faz uma análise mais detalhada das características da divulgação ESG o nível médio cai para 50,9% (ESG 2). Nenhuma empresa atingiu o score máximo do nível de divulgação ESG2, enquanto 54 empresas atingiram o score máximo de ESG1.

Na Tabela 1 é apresentado o perfil das características da divulgação ESG das empresas 185 que publicam relatório de sustentabilidade. A asseguarção do relatório de sustentabilidade e a utilização das recomendações da TCFD em sua elaboração são as características menos adotadas. A asseguarção pode ser negligenciada por elevar os gastos com honorários de auditoria (Moussa, 2024; Tsang et al., 2023). As recomendações da TCFD, por sua vez, podem não ser utilizadas por empresas que entendem que sua atividade operacional traz pouco impacto para mudanças climáticas. Estes resultados mostram que as empresas brasileiras, em sua maioria, ainda não estão divulgando informação ESG em conformidade com a resolução CVM 193/2023, que estabelece obrigatoriedade de divulgação de relatório de sustentabilidade com

asseguração por firma de auditoria independente e de acordo com a norma CBPS 02 (que incorpora as recomendações da TCFD).

Tabela 1: Características da divulgação ESG

Característica	Empresas	Percentual
Padrão de divulgação	180	97,30%
Auditoria ou revisão	88	47,57%
Matriz de materialidade e indicadores-chave	175	94,59%
Objetivos do desenvolvimento sustentável	178	96,22%
Recomendações da TCFD	81	43,78%
Inventário de emissão de gases do efeito estufa	165	89,19%

Fonte: Elaborado pelos autores

A análise detalhada de três características mostrou que o padrão GRI é o mais adotado (184 empresas), e que a maioria das assegurações é feita por uma *Big Four* (50 empresas). Os ODS mais indicados, por sua vez, são: 8 - Trabalho decente e crescimento econômico (145 empresas); e 13 - Ação contra mudança global do clima (141 empresas).

4.2 Determinantes corporativos da divulgação ESG

Na Tabela 2 são apresentados os resultados das estimações em que se analisou a relação entre divulgação ESG e outros atributos corporativos. O tamanho da empresa mostrou-se como atributo corporativo com relação positiva consistente com a divulgação ESG, corroborando a primeira hipótese de pesquisa. Empresas maiores têm maior necessidade de legitimar suas ações ESG perante os stakeholders e dispõe de mais recursos para custear a elaboração e a publicação de relatório de sustentabilidade de maior qualidade (Rahman & Alsayegh, 2021).

As hipóteses 2 e 3 previam relação negativa da divulgação ESG com o endividamento e a rentabilidade, o que não foi confirmado nas estimações. Estes achados sugerem que, no mercado brasileiro, a demanda de credores por informação ESG não é capaz de afetar o nível de divulgação das empresas, conforme é proposto pela literatura (Rahman & Alsayegh, 2021). De forma semelhante, não há evidência de que a maior rentabilidade seja um atributo corporativo capaz de pressionar empresas brasileiras a elevarem a divulgação de informações ESG (Ozcan, 2019; Rahman & Alsayegh, 2021).

A quarta hipótese de pesquisa previa que o valor de mercado apresenta relação positiva com a divulgação ESG, sendo suportada pelos resultados das estimações. A maior visibilidade e os problemas de seleção adversa de empresas mais valiosas podem pressionar estas empresas a divulgarem maior volume de informações, o que ajuda a explicar a relação positiva entre valor da empresa e divulgação ESG (Baldini et al., 2018; Rover & Santos, 2014).

Propôs-se relação negativa entre concentração de controle e divulgação ESG (hipótese 5), que não foi encontrada nas estimações realizadas. Deste modo, não se achou evidência de que a diluição do controle acionário favoreça a divulgação ESG, conforme previsto pelos pressupostos da Teoria da Agência (Lavin & Montecinos-Pearce, 2021; Rover & Santos, 2014).

A sexta hipótese de pesquisa propôs relação positiva entre divulgação ESG e listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3. Os achados desta pesquisa corroboram a hipótese levantada, uma vez que o segmento Novo Mercado (SET_NM) apresenta relação positiva com o nível e duas características de divulgação ESG. Dentro do arcabouço da Teoria da Agência, este resultado pode ser explicado pelo fato de que a governança corporativa reduz a assimetria entre *insiders* e investidores externos, favorecendo a divulgação ESG (Rover & Santos, 2014). Em complemento, sob a ótica da Teoria da Legitimidade, a governança corporativa deve se preocupar com as relações da empresa com todas as suas partes interessadas, e não apenas com acionistas (Nicolo et al., 2023).

Na sétima hipótese de pesquisa argumentou-se que o setor de atividade está relacionado à divulgação ESG, o que foi corroborado pelos resultados da pesquisa. O setor de utilidade pública (SET_9) apresenta relação positiva com uma métrica do nível de divulgação ESG e

cinco características da divulgação ESG. Ademais, observou-se que diversos setores apresentam relação positiva com a adoção das recomendações da TFC, em especial setores com atividades comerciais e industriais, que apresentam maior impacto nas mudanças climáticas. Estes resultados corroboram estudos anteriores que encontraram evidência de que características setoriais, como a regulamentação e o impacto ambiental, podem gerar maior pressão para que as empresas brasileiras divulguem informações ESG (DiDomenico et al., 2017; Ricardo et al., 2017; Rover & Santos; 2014).

Tabela 2: Divulgação ESG e atributos corporativos

Variáveis explicativas	Variável dependente: Divulgação ESG								
	ESG1	ESG2	DRS	PAD	AUD	MAT	ODS	TCFD	IGEE
TAM	0,16***	0,14***	1,44***	1,46***	0,88***	1,37***	1,25***	1,28***	1,40***
END	-0,05	-0,03	-0,64	-1,46	0,56	-0,60	-1,05	0,83	-0,61
ROA	0,00	-0,03	0,54	1,17	-1,74	-0,87	1,05	0,74	-4,36*
Q	0,122***	0,12***	1,07**	1,08**	1,04***	1,18***	0,88*	0,86*	1,27***
CON	0,12	0,10	0,64	1,33	0,52	1,68	0,29	0,22	0,97
GC_N1	-0,05	-0,02	-0,85	-0,64	-0,06	-0,67	-0,40	-1,63**	-1,05
GC_N2	0,08	0,06	-0,13	-0,156	0,38	-0,05	-0,73	1,18	0,44
GC_NM	0,12**	0,10**	0,87	1,01*	-0,55	0,93	1,03**	0,69	0,75
SET_1	0,15	0,12	0,15	0,16	0,33	0,45	0,05	2,30***	0,79
SET_2	-0,05	-0,06	-0,65	-1,41*	-0,24	-1,20	-1,19	1,15**	-1,58*
SET_3	0,18	0,07	0,19	0,20	-0,09	-0,23	0,20	1,61***	-0,67*
SET_4	0,08	0,07	-1,37**	-1,26*	0,82	-1,07*	-0,95	1,91***	-0,82
SET_5	0,11	0,06	0,89	1,03	-0,68	0,19	0,97	-0,05	0,07
SET_6	0,15	0,11	0,36	0,00	0,05	0,49	0,58	2,95***	0,46
SET_7	0,03	0,03	-1,48	-1,29	-0,09	-0,90	-1,01	1,18	-0,50
SET_8	0,14	0,07	0,76	0,86	0,20	0,19	0,34	1,09*	0,06
SET_9	0,18*	0,12	1,78*	2,17**	0,25	2,37***	2,13**	0,68	2,41***
R ²	0,55	0,58							
Pseudo R ²			0,46	0,48	0,30	0,45	0,43	0,42	0,46
F	26,84***	33,38***	70,90***	71,12***	79,66***	76,43***	76,75***	490,32***	68,86***

Modelagem: regressão mínimo quadrados ordinários com erros-padrão robustos (modelos 1 e 2); regressão logística com erros-padrão robustos (modelos 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9)
Significância estatística a nível de 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho apresenta contribuições à literatura sobre *disclosure* de sustentabilidade. Em primeiro lugar, com a exigência a partir de 2023 de que as empresas brasileiras de capital aberto relatem em seu formulário de referência as principais características de sua política de divulgação ESG, é feita uma avaliação mais completa das características da divulgação ESG no mercado de capitais brasileiro, além de mensurar por meio de índices o nível de divulgação ESG com base nas características mais relevantes para o órgão regulador do mercado de capitais brasileiro. Em segundo lugar, a investigação da relação entre divulgação ESG e outros atributos corporativos ajuda na compreensão de se a divulgação ESG pode ser explicada por atributos corporativos tidos pela literatura como seus determinantes. Finalmente, este estudo pode ser útil para gestores, reguladores e demais *stakeholders* corporativos, em sua avaliação da política de divulgação ESG das empresas brasileiras de capital aberto e na proposição de medidas que estimulem a maior transparência das ações ESG dessas empresas, em um período de transição para a obrigatoriedade de divulgação de relatório de sustentabilidade.

As limitações do estudo também deixam lacunas a serem exploradas por pesquisas futuras. Em primeiro lugar, a análise de um único ano (2024) impediu avaliar a evolução da divulgação ESG das empresas. Em um período de transição para a obrigatoriedade do relatório de sustentabilidade a partir do exercício social de 2026, é relevante um estudo longitudinal para compreender quais as características da divulgação ESG se tornarão mais/menos frequentes nos próximos anos, e quais atributos corporativos contribuirão para esta mudança. Em segundo

lugar, este estudo investigou apenas sete atributos corporativos relatados pela literatura como determinantes da divulgação ESG. Como avanço para esta pesquisa, é possível verificar se outros atributos corporativos estão relacionados à divulgação ESG, bem como comparar as relações encontradas no Brasil com outros mercados. Finalmente, este trabalho não analisou os consequentes da divulgação ESG. Torna-se relevante, portanto, verificar se as características e o nível de divulgação ESG estudadas neste trabalho contribuem para *outputs* organizacionais, como o desempenho de mercado e a reputação corporativa.

REFERÊNCIAS

- Baldini, M., Maso, L. D., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150, 79-98.
- Borges Junior, D. M., & Silva, D. M. D. (2024). Concentração de propriedade em ações com e sem direito a voto: Há influência na divulgação voluntária de RSC? *BBR. Brazilian Business Review*, 21(5), e20221404.
- Del Gesso, C., & Lodhi, R. N. (2025). Theories underlying environmental, social and governance (ESG) disclosure: a systematic review of accounting studies. *Journal of Accounting Literature*, 47(2), 433-461.
- Domenico, D., Tormem, L., & Mazzioni, S. (2017). Nível de disclosure nos relatórios de sustentabilidade em conformidade com o global reporting initiative (GRI). *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 16(49), 84-100.
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and firm performance: a bibliometric and meta-analysis. *Research in International Business and Finance*, 61, 101668.
- Moussa, A. S. (2024). The cost implications of ESG reporting: An examination of audit fees in the UK. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 20(3-4), 399-420.
- Özcan, İ. Ç. (2019). Determinants of environmental, social, and governance disclosure performance of publicly traded airports. *International Journal of Transport Economics*, 46(3), 77-92.
- Resolução CVM nº 59, de 21 dezembro de 2021. Altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Recuperado de: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol059consolid.pdf>
- Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023. Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board - ISSB. Recuperado de: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol193consolid.pdf>
- Ricardo, V. S., Barcellos, S. S., & Bortolon, P. M. (2017). Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 11(1), 90-104.
- Rover, S., & dos Santos, A. (2014). Revisitando os determinantes do disclosure voluntário socioambiental no Brasil: em busca de robustez na mensuração da variável socioambiental. *Contabilometria*, 1(2), 15-35.
- Seow, R. Y. C. (2024). Determinants of environmental, social, and governance disclosure: A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 2314-2330.
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149.