

O impacto do monitoramento de analistas sobre o desempenho ESG no mercado acionário brasileiro

The impact of analyst monitoring on ESG performance in the Brazilian stock market

El impacto del monitoreo de analistas sobre el desempeño ESG en el mercado accionario brasileño

Yasminn Dantas de Macedo Azevedo
Mestranda em Administração Pública pelo
PROFIAP, Mossoró/RN, Brasil
yasminn.dm@gmail.com
<https://orcid.org/0009-0002-5330-5206>

Yuri Gomes Paiva Azevedo*
Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade
de São Paulo (FEA-RP/USP)
Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade
Federal Rural do Semi-Árido, Mossoró/RN, Brasil
yuri.azevedo@ufersa.edu.br
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0830-0214>

Kléber Formiga Miranda
Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade
Federal da Paraíba (UFPB)
Professor do Curso de Ciências Contábeis da
Universidade Federal Rural do Semi-Árido,
Mossoró/RN, Brasil
mirandakf@ufersa.edu.br
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9164-6709>

Mariana Câmara Gomes e Silva
Doutoranda em Administração e Controladoria pela
Universidade Federal do Ceará (UFC), Fortaleza – CE, Brasil
mariana.camara@ufersa.edu.br
<https://orcid.org/0000-0002-9771-8021>

Endereço principal de contato para correspondência *
R. Francisco Mota, 572 - Pres. Costa e Silva, CEP: 59625-900 – Mossoró/RN, Brasil

Resumo

O presente estudo tem como objetivo investigar o papel do monitoramento de analistas no desempenho *Environmental, Social and Governance* (ESG) de companhias abertas brasileiras. Para atingir o objetivo proposto, foram estimadas regressões com dados em painel ao longo do período 2010-2022, sendo a amostra final composta por 136 companhias abertas brasileiras com dados disponíveis pela Refinitiv Eikon. Os principais resultados indicam que o monitoramento dos analistas pode ser considerado um eficaz mecanismo externo de governança corporativa no contexto brasileiro, capaz de otimizar o desempenho ESG das companhias abertas, especialmente na dimensão de governança corporativa. Nesse sentido, este estudo preenche uma lacuna na literatura nacional ao fornecer, até o presente momento, a primeira evidência empírica sobre o efeito do monitoramento de analistas no desempenho ESG das companhias. Por fim, contribui de forma prática para investidores, que cada vez mais têm considerado critérios ESG ao tomar decisões de investimento.

Palavras-chave: Monitoramento de Analistas; Desempenho ESG; Governança Corporativa

Abstract

This study aims to examine the role of analyst monitoring on the Environmental, Social, and Governance (ESG) performance of Brazilian public companies. To achieve this, regressions were conducted using panel data from 2010 to 2022, with the final sample consisting of 136 Brazilian public companies for which data were available from Refinitiv Eikon. The main findings suggest that analyst monitoring can serve as an effective external corporate governance mechanism in the Brazilian context, enhancing the ESG performance of public companies, particularly in the corporate governance dimension. In this way, this study fills a gap in Brazilian literature by providing, to date, the first empirical evidence of the effect of analyst monitoring on companies' ESG performance. Ultimately, it offers practical insights for investors who are increasingly considering ESG criteria in their investment decisions.

Keywords: Analyst Monitoring; ESG Performance; Corporate Governance

Resumen

El presente estudio tiene como objetivo investigar el papel del monitoreo de los analistas en el desempeño *Environmental, Social and Governance* (ESG) de las empresas públicas brasileñas. Para lograr el objetivo propuesto, se estimaron regresiones con datos de panel durante el período 2010-2022, siendo la muestra final compuesta por 136 empresas públicas brasileñas con datos disponibles de Refinitiv Eikon. Los principales resultados indican que el monitoreo de analistas puede considerarse un mecanismo externo de gobierno corporativo eficaz en el contexto brasileño, capaz de optimizar el desempeño ESG de las empresas públicas, especialmente en la dimensión de gobierno corporativo. En este sentido, este estudio llena un vacío en la literatura nacional al proporcionar, hasta la fecha, la primera evidencia empírica sobre el efecto del monitoreo de los analistas en el desempeño ESG de las empresas. Por último, contribuye de forma práctica a los inversores, que cada vez consideran más criterios ESG a la hora de tomar decisiones de inversión.

Palabras clave: Monitoreo de Analistas; Desempeño ESG; Gobernanza Corporativa

1 Introdução

As questões *Environmental, Social and Governance* (ESG) estão permeando cada vez mais as decisões das empresas sobre quais práticas adotar e qual o retorno a ser esperado pela sociedade e pelos seus usuários da informação. O conceito de ESG (em português, Ambiental, Social e Governança) é um conjunto amplo de questões, englobando desde emissões de carbono até práticas trabalhistas e de corrupção, que justificam a criação de critérios e práticas que direcionam o papel e a responsabilidade dos negócios em direção aos fatores ambientais, sociais e de governança corporativa (Irigaray & Stocker, 2022).

O recente debate acerca das questões ESG no âmbito corporativo tem sido influenciado pela crescente conscientização internacional sobre a agenda de sustentabilidade (Zairis et al., 2024), em que a pressão de formuladores de políticas, investidores, partes interessadas e outros usuários da informação vem impactando as atitudes das empresas em relação ao seu desempenho ESG (Aldowaish et al., 2022). Consequentemente, diversos estudos têm sido realizados na área a fim de compreender quais (e como) fatores internos e externos exercem influência no desempenho ESG das companhias ao longo dos anos (Crace & Gehman, 2023; Martiny et al., 2024).

Considerado um mecanismo externo de governança corporativa que fornece uma camada de monitoramento adicional aos mecanismos internos (Bai et al., 2023; Khatri, 2023), o monitoramento de analistas é um dos fatores que podem propiciar o aumento do desempenho ESG. De acordo com Zhang e Wu (2023), o monitoramento de analistas exerce uma influência positiva no desempenho ESG de companhias abertas listadas na China, especialmente nas dimensões ambiental e social, sendo este achado particularmente relevante no cenário de mercados emergentes, caracterizados por um ambiente legal e regulatório fraco, onde o custo da não conformidade é baixo, possibilitando que as empresas tenham maior margem para manipular informações de suas práticas ESG.

O mercado de capitais brasileiro também se encontra nesse contexto, visto que, além de se caracterizar como um país com fraca proteção legal aos investidores (Crisóstomo et al., 2020; Martins et al., 2017), também possui um maior nível de engajamento em manipulação de práticas ESG (i.e. *greenwashing*) quando comparado a mercados desenvolvidos, como os Estados Unidos (Maria et al., 2024). Assim, considera-se relevante então investigar fatores que possibilitem aumentar o desempenho ESG das companhias, visando não apenas melhorar a transparência e responsabilidade socioambiental, mas também fortalecer a confiança dos investidores e demais usuários da informação.

Neste cenário, estudos empíricos têm investigado fatores associados ao desempenho ESG em companhias abertas, como características do conselho de administração (Ferreira et al., 2023), estrutura de capital (Campos-Rasera et al., 2021) e estágios de ciclo de vida das empresas (Moreira et al., 2023). No entanto, uma lacuna que ainda permanece na literatura é se (e como) o monitoramento de analistas influencia no desempenho ESG das companhias. Diante disso, a fim de preencher essa lacuna, o presente estudo tem como objetivo investigar o papel do monitoramento de analistas no desempenho ESG de companhias abertas brasileiras.

Considera-se relevante ressaltar que esta pesquisa foi realizada em um contexto distinto, bem como fornece evidências adicionais sobre a relação entre monitoramento de analistas e desempenho ESG quando comparado com o estudo de Zhang e Wu (2023). No que diz respeito ao contexto, verifica-se que a maturidade e sofisticação do mercado financeiro brasileiro em relação às questões ESG ainda são baixas (Souza, 2023) e se desenvolvem mais lentamente em comparação com outros mercados emergentes, como China, Índia e África do Sul (Melo & Fontgalland, 2023).

Neste sentido, verifica-se que o presente estudo contribui para a literatura de governança corporativa, que tem sugerido a realização de estudos acerca dos efeitos de mecanismos externos de governança corporativa em mercados emergentes, considerando que as evidências empíricas sobre a eficácia desses mecanismos são escassas (Bueno et al., 2018).

Adicionalmente, este estudo contribui para a literatura sobre desempenho ESG no contexto brasileiro, a qual, além de ser incipiente, tem focado majoritariamente nos benefícios gerados pelos pilares ESG, dando

pouca ênfase aos determinantes do desempenho ESG. Assim, este estudo preenche uma lacuna na literatura ao fornecer, até o presente momento, a primeira evidência empírica acerca do efeito do monitoramento de analistas no desempenho ESG das companhias abertas brasileiras.

Por fim, considera-se que este estudo contribui para investidores, que cada vez mais têm tomado decisões de investimento baseadas em critérios de desempenho ESG (Park & Jang, 2021; Zhang & Wu, 2023), bem como para formuladores de políticas e outros usuários da informação, os quais podem considerar incentivos para promover ou fortalecer o monitoramento de analistas como parte de estratégias de governança corporativa, incentivando as companhias abertas a aumentar a transparência e a qualidade das informações fornecidas aos analistas.

2 Referencial Teórico

2.1 Desempenho ESG

O desempenho ESG tem se tornado cada vez mais relevante em mercados emergentes, refletindo uma mudança gradual na forma como empresas são avaliadas por investidores e analistas. Atualmente, cada vez mais investidores tem incorporado informações ESG como elemento essencial de sua comunicação com as empresas-alvo e atribuem especial atenção aos níveis de desempenho ESG ao tomar decisões de investimento (Zhang & Zhang, 2024). Na Tunísia, por exemplo, a integração de informações ESG nas decisões de investimento ainda está em fase inicial, mas já há sinais de crescente conscientização entre os *stakeholders*. Essa “consciência em desenvolvimento” tem impulsionado pesquisas que investigam como diferentes dimensões ESG impactam as decisões de alocação de capital em um contexto pouco explorado pela literatura internacional (Khemir et al., 2019).

No entanto, considera-se relevante ressaltar que a literatura na área fornece indícios de divergências na forma como os agentes de mercado avaliam as dimensões ESG. De um lado, acionistas demonstram maior sensibilidade à informação ambiental; de outro, corretores e analistas financeiros tendem a subestimá-la. Além disso, investidores novatos, especialmente aqueles com foco no longo prazo, atribuem mais peso à dimensão social em suas decisões, sugerindo que a percepção de valor dos fatores ESG não é homogênea entre os diferentes perfis de investidores. Esses achados ressaltam a importância de adaptar as estratégias ESG ao perfil do público-alvo e ao nível de maturidade do mercado (Khemir et al., 2019).

No mercado acionário brasileiro, a crescente conscientização em torno da importância do ESG entre investidores e demais *stakeholders* tem levado as empresas a reconsiderarem suas estratégias em busca de maior legitimidade organizacional (Rigon et al., 2023). Contudo, corroborando a perspectiva da divergência na avaliação das dimensões ESG por parte dos *stakeholders* apresentada por Khemir et al. (2019), Neder et al. (2023) apresenta evidências empíricas de que as companhias abertas brasileiras demonstram maior maturidade e desenvolvem mais práticas voltadas ao pilar de governança, em comparação com as dimensões social e ambiental.

No entanto, em linhas gerais, observa-se um incentivo crescente entre companhias abertas brasileiras para o engajamento em práticas sustentáveis, mesmo em empresas com estrutura de propriedade pouco envolvida com os interesses das demais partes interessadas (Mazzioni et al., 2024). Esse fenômeno sugere que, apesar dos desafios a serem superados, na medida em que há uma ausência de regulações ESG, há uma trajetória positiva em desenvolvimento, na qual as empresas começam a reconhecer o valor das práticas sustentáveis como parte integrante de suas estratégias de negócios de longo prazo, visto o crescente número de companhias que estão adotando mecanismos de redução do desmatamento, da emissão de gás carbono, da corrupção, do fornecimento de más condições de trabalho aos colaboradores, dentre outros (Farias & Barreiros, 2020).

Na Índia, embora o desempenho ESG seja amplamente reconhecido como um critério não financeiro essencial para a avaliação empresarial, o risco de *greenwashing* tem comprometido a confiança dos investidores. Essa desconfiança se intensifica quando as ações sustentáveis parecem apenas responder a pressões regulatórias, sem uma fidelidade clara ao que essas ações comunicam (Banerjee & David, 2024). Entretanto, práticas sustentáveis como: inovação verde, construção sustentável e certificações ambientais têm sido associadas à redução da alavancagem financeira, especialmente em ambientes com melhor governança institucional, demonstrando uma relação entre práticas ESG e solidez financeira de longo prazo nos países BRICS (i.e., Brasil, Rússia, Índia e China) (Jesuka et al., 2025).

Na União Europeia, há evidências de que instituições financeiras incorporam tanto o desempenho ESG quanto a sua divulgação nas decisões de crédito. Empresas com melhores práticas ESG tendem a acessar crédito com custos mais baixos, efeito que se intensifica em países com maior orientação para *stakeholders* (Eliwa et al., 2021). O destaque fica para a dimensão ambiental, que possui o impacto mais significativo na redução do custo da dívida, refletindo a preocupação crescente com riscos climáticos e sustentabilidade nos mercados financeiros.

Além dos benefícios financeiros, práticas ESG consistentes também protegem a reputação das empresas e reduzem o impacto de controvérsias. Eventos negativos relacionados a ESG afetam diretamente a imagem corporativa, o desempenho financeiro e o acesso a crédito (Jesuka et al., 2025; Shakil, 2024). Assim, torna-se essencial para empresas de todos os portes desenvolverem estratégias ESG robustas, transparentes e contextualizadas.

Nessa linha, o monitoramento de analistas pode atuar como um mecanismo externo de pressão e incentivo, promovendo maior comprometimento das companhias com práticas sustentáveis e reforçando a credibilidade das informações divulgadas ao mercado. A atenção dos investidores pode exercer pressão de conformidade sobre as empresas listadas, influenciando diretamente seu desempenho ESG e reforçando o papel disciplinador do mercado nesse processo (Zhang & Zhang, 2024).

2.2 Monitoramento de Analistas

O papel principal dos analistas financeiros é emitir previsões de resultados e fazer recomendações sobre investimentos em uma empresa. Para cumprir esses papéis, os analistas financeiros devem ter sólidos conhecimentos das empresas que acompanham, bem como do setor em que elas operam, o que pode lhes dar uma vantagem sobre os investidores comuns na coleta e processamento de informações, as quais compreendem um grupo limitado e especificado de empresas, sendo muitas vezes de um mesmo setor (Yang et al., 2018).

Considerando que os analistas são profissionais pertencentes a instituições independentes das empresas que acompanham, a literatura sugere que o monitoramento por parte deles pode ser considerado um mecanismo externo eficaz de governança corporativa (Khatri, 2023), contribuindo para a proteção dos interesses dos investidores. Essa perspectiva é corroborada por estudos que evidenciam benefícios sob a ótica da qualidade da informação contábil, visto que o monitoramento dos analistas está associado a uma redução do nível de gerenciamento de resultados (Yu, 2008), ao aumento da relevância da informação contábil (Khatri, 2023), bem como a escolhas contábeis mais conservadoras (Sun & Liu, 2011).

Analistas também desempenham um papel importante ao mitigar a assimetria da informação (Chang et al., 2006; Naqvi et al., 2021). Segundo Chang et al. (2006), esse efeito é decorrente do fato que os analistas divulgam informações que não são amplamente conhecidas pelos participantes do mercado (por exemplo, a partir de discussões com gestores ou de visitas a instalações), como também fornecem informações complexas de maneira mais compreensível para investidores menos sofisticados. Como resultado da redução da assimetria da informação, os investidores podem obter informações mais precisas para a tomada de decisão de alocação de recursos nas companhias.

Um outro papel relevante da atuação dos analistas está relacionado à redução do risco de *crash* do preço das ações. O estudo realizado por He et al. (2019) evidencia que o monitoramento de analistas está associado a um menor risco futuro de *crash* no preço das ações. Essa perspectiva é corroborada por Kim et al. (2019), que fornecem evidências de que a habilidade dos analistas é importante para mitigar o risco de *crash* futuro, sendo o efeito mais pronunciado quando o monitoramento é realizado por analistas mais experientes.

No tocante às fraudes corporativas, verifica-se que não existe um consenso acerca do papel do monitoramento dos analistas na redução da probabilidade de fraude. Apesar de alguns estudos na área evidenciarem uma contribuição para o desencorajamento de fraudes corporativas (Chen et al., 2016; Liu et al., 2021), há também evidências de que o monitoramento dos analistas não influencia significativamente na redução da incidência de fraudes (Hu & Yang, 2014).

Já sob a perspectiva das questões ambientais, sociais e de governança no âmbito corporativo, o estudo de Zhang e Wu (2023) evidencia que o monitoramento de analistas melhora o desempenho ESG de companhias abertas na China, especialmente nas dimensões ambiental e social, por meio de canais potenciais de atração de atenção da mídia e realização de visitas *in loco*.

Entretanto, Zhang e Wu (2023) ressaltam a necessidade de estudos futuros explorarem o efeito do monitoramento de analistas no desempenho ESG em diferentes contextos, a fim de investigar se esse mesmo comportamento se repete. Nesse sentido, considerando que a maturidade e sofisticação do mercado financeiro brasileiro em relação às questões ESG ainda são baixas (Souza, 2023) e se desenvolvem mais lentamente em comparação a outros mercados emergentes, como China, Índia e África do Sul (Melo & Fontgalland, 2023), o presente estudo visa preencher essa lacuna na literatura ao examinar a influência do monitoramento de analistas no desempenho ESG de companhias brasileiras.

2.3 Hipótese de Pesquisa

O monitoramento realizado pelos analistas pode desempenhar um papel importante no escrutínio do comportamento da gestão acerca dos aspectos ambientais, sociais e de governança, atuando como um mecanismo de governança externo por meio de monitoramento direto e indireto (Chen et al., 2015). De maneira direta, a partir de visitas locais à companhia, o analista financeiro pode observar a operação real da empresa ao se inserir na fábrica, ajudando a coletar informações sutis, como a moral dos funcionários, que são difíceis de obter a partir de relatórios financeiros disponíveis na internet (Cheng et al., 2016; Gao et al., 2022). De maneira indireta, os analistas acompanham regularmente o conjunto de demonstrações das empresas, disseminando informações relacionadas ao desempenho ambiental, social e de governança das companhias por meio de seus relatórios de recomendação (Yang et al., 2021).

Essa perspectiva é corroborada por Zhang e Wu (2023), que indicam que os analistas têm dedicado, em seus relatórios de recomendação, maior atenção à avaliação no desempenho ESG, levando em consideração o interesse cada vez maior dos investidores sobre essa temática, ao tomar decisões de

investimento. Sob essa ótica, os autores evidenciam empiricamente que o monitoramento de analistas exerce um papel na redução de conflitos de agência, promovendo o aumento do desempenho ESG, especialmente nas dimensões ambiental e social.

Nesse mesmo contexto, estudos na área demonstram que analistas financeiros consideram informações específicas acerca das políticas ambientais corporativas na elaboração de seus relatórios (Jing et al., 2023), assim como aspectos relacionados ao desempenho social (Chun & Shin, 2018), questões de segurança no local de trabalho e do bem-estar dos funcionários (Bradley et al., 2022). O monitoramento de analistas é considerado pela literatura um dos mecanismos que propicia aumentar o capital reputacional das companhias, reduzindo assim a assimetria informacional entre investidores e gestores (Chun & Shin, 2018; Zhang & Wu, 2023).

De maneira complementar, evidências empíricas demonstram que os julgamentos e as perspectivas dos analistas sobre determinada empresa também são influenciados por suas estruturas e mecanismos de governança, uma vez que estes aspectos são avaliados pelos analistas quando da recomendação de investimentos (Gabbionetta et al., 2007; Yu, 2011). Dessa forma, o monitoramento dos analistas pode aprimorar a estrutura de governança de uma empresa, seja fortalecendo estruturas de governança já robustas (*complementary effect*) ou servindo como um substituto parcial (*substitutive effect*) para mecanismos de governança mais fracos.

Sob essa ótica, considerando que os analistas podem atuar como um mecanismo de governança complementar, fazendo com que as companhias elevem seu desempenho em aspectos ambientais, sociais e de governança, tem-se como hipótese de pesquisa que:

H₁: O monitoramento de analistas está positivamente associado ao desempenho ESG das companhias.

3 Metodologia

3.1 Composição da Amostra

A amostra inicial deste estudo engloba 578 companhias abertas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), com dados disponíveis na base de dados Refinitiv Eikon (anteriormente conhecida como Thomson Reuters Eikon). Entretanto, considerando que a Refinitiv Eikon não disponibiliza dados (*missing values*) sobre os *scores* de desempenho ESG de 441 companhias inicialmente incluídas na amostra, nem sobre a quantidade de analistas que realizam o monitoramento de uma companhia, a amostra final do estudo compreende 136 companhias abertas. Os dados deste estudo foram coletados ao longo do período 2010-2022 em uma estrutura de painel desbalanceado, a fim de evitar viés de sobrevivência. Assim, não foi necessário que as companhias estivessem listadas ao longo de todo o período analisado para ser incluída na amostra. Ademais, visando mitigar a influência de *outliers* identificados por meio dos gráficos de caixa (*boxplots*), ressalta-se que as variáveis contínuas foram winsorizadas ao nível de 1%.

3.2 Variáveis

A variável dependente deste estudo é o desempenho ESG, que representa a avaliação das práticas ambientais, sociais e de governança das companhias. Nesse sentido, em linha com estudos anteriores (Martiny et al., 2024; Moreira et al., 2023; Pinheiro et al., 2024), utilizou-se como *proxy* o indicador agregado de desempenho ESG fornecido pela plataforma Refinitiv Eikon, uma vez que esta é uma das principais fontes para a obtenção de dados relativos ao desempenho ESG de companhias a nível global (Pinheiro et al., 2024), bem como devido à maior disponibilidade de dados para companhias brasileiras comparativamente a outros sistemas (Schleich, 2022).

As pontuações de desempenho ESG fornecidas pela Refinitiv Eikon são projetadas para medir de forma transparente e objetiva o desempenho, o comprometimento e a eficácia ESG com base em dados divulgados publicamente, sendo agrupadas em categorias que formam as pontuações das três dimensões do constructo (E, S e G). O desempenho ambiental (E) é avaliado através de 61 indicadores relacionados a três elementos principais, sendo eles a redução de consumo de energia e água através de práticas eco eficientes, a minimização de danos ambientais e emissões, além da redução dos custos ambientais para os clientes resultantes de novas tecnologias e processos adotados. O desempenho social (S) é quantificado por meio de 63 indicadores, abrangendo quatro áreas principais: força de trabalho, conformidade com convenções fundamentais de direitos humanos, proteção de dados e compromisso com responsabilidade social e ética empresarial. Já o desempenho de governança (G) é medido por meio de 54 indicadores, compreendendo aspectos críticos relacionados às boas práticas de governança corporativa e tratamento equitativo dos acionistas (London Stock Exchange Group, 2023).

Como variável independente, tem-se o monitoramento de analistas, que se refere à quantidade de analistas que cobrem determinada companhia. Nesse sentido, em linha com o estudo de Zhang e Wu (2023), optou-se por mensurar o monitoramento de analistas a partir do total de analistas que cobrem determinada companhia (e não seu logaritmo natural), a fim de manter na amostra as companhias que não são acompanhadas por nenhum analista. Essa estratégia possibilita reduzir um viés de seleção, visto que analistas podem tender a cobrir companhias com certas características, como maior porte ou rentabilidade (Ali & Hirshleifer, 2020).

Por fim, foram inseridas no modelo econométrico uma série de variáveis de controle a fim de mitigar potenciais vieses, como o de variáveis omissas. Nesse sentido, seguindo estudos na área (Ferreira et al., 2023; Pinheiro et al., 2024; Wen et al., 2023; Zhang & Wu, 2023), o modelo econométrico controla o tamanho da companhia, oportunidade de crescimento (*market-to-book*), rentabilidade, endividamento, concentração acionária e idade da companhia. A forma de mensuração dessas variáveis, o embasamento teórico, bem como suas fontes encontram-se apresentados na Tabela 1.

Tabela 1*Variáveis do Modelo Econométrico*

Variável	Forma de Mensuração	Estudo Anterior	Fonte
ESG	Desempenho ESG da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , que varia entre 0 e 100 a partir da pontuação dos três índices combinados (governança, ambiental e social).	Ferreira et al. (2023), Pinheiro et al. (2024)	Refinitiv Eikon
Governança	Desempenho de governança da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , que varia entre 0 e 100.	Pinheiro et al. (2024)	Refinitiv Eikon
Ambiental	Desempenho ambiental da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , que varia entre 0 e 100.	Pinheiro et al. (2024)	Refinitiv Eikon
Social	Desempenho social da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , que varia entre 0 e 100.	Pinheiro et al. (2024)	Refinitiv Eikon
Monitoramento de Analistas	O total de analistas que cobrem a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Zhang e Wu (2023)	Refinitiv Eikon
Tamanho	Logaritmo natural do ativo total.	Ferreira et al. (2023), Pinheiro et al. (2024), Zhang e Wu (2023)	Refinitiv Eikon
MTB	Razão entre o valor de mercado da empresa e o valor do patrimônio líquido.	Ferreira et al. (2023).	Refinitiv Eikon
Rentabilidade	Razão entre lucro líquido e patrimônio líquido.	Pinheiro et al. (2024)	Refinitiv Eikon
Endividamento	Razão entre passivo total e ativo total.	Ferreira et al. (2023), Wen et al. (2023), Zhang e Wu (2023)	Refinitiv Eikon
Concentração	Concentração acionária, calculada como a diferença entre 1 e o percentual de ações em <i>free float</i> da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	Wen et al. (2023).	Refinitiv Eikon
Idade	Logaritmo natural dos anos, considerando desde o ano de listagem da empresa até o ano atual.	Wen et al. (2023), Zhang e Wu (2023)	Refinitiv Eikon

3.3 Modelo Econométrico

Para examinar como o monitoramento de analistas influencia o desempenho ESG de companhias abertas brasileiras, estimou-se o modelo de regressão com dados em painel apresentado na Equação 1.

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Monitoramento de Analistas} + \sum \text{Controles}_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Em que: *ESG* representa o desempenho ESG da empresa *i* no ano *t*, calculada como a média dos *scores* Social, Ambiental e de Governança obtidos na Refinitiv Eikon. *Monitoramento de Analistas* representa o total de analistas que cobrem a empresa *i* no ano *t*. \sum Controles representa uma série de variáveis de controle que podem exercer influência na variável dependente, como *Tamanho*, mensurado a partir do logaritmo natural do ativo total; *Market-to-book* (*MTB*), mensurado a partir da razão entre o valor de mercado da empresa e o valor do patrimônio líquido; *Rentabilidade*, medida a partir da razão entre lucro líquido e patrimônio líquido; *Endividamento*, medido pela razão entre passivo total e ativo total; *Concentração acionária* (*Concentração*), calculada como a diferença entre 1 e o percentual de ações em *free float* da empresa; *Idade*, mensurada a partir do logaritmo natural dos anos, considerando desde o ano de listagem da empresa até o ano atual.

4 Análise de Resultados

4.1 Estatística Descritiva

A Tabela 2 demonstra a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. Observa-se que as companhias analisadas apresentam, em média, desempenho ESG de aproximadamente 51 pontos, sinalizando que as firmas brasileiras buscam aderir às práticas ambientais, sociais e de governança em nível intermediário, conforme evidenciado pela variável *ESG*. Esse resultado converge com os estudos de Moreira et al. (2023) e Ferreira et al. (2023), os quais encontraram média geral de desempenho ESG de 49 e 44 pontos, respectivamente, no contexto de companhias abertas brasileiras.

No que tange à variação do desempenho ESG da amostra, observa-se uma considerável distância entre os valores mínimos e máximos, tendo em vista a diferença entre as firmas que menos aderem às práticas de desempenho ESG (mínima 5,41) e as firmas que mais se utilizam desses componentes (máxima de 89,06). Considera-se esse aspecto como relevante, visto que companhias que dispõem de maiores níveis de desempenho ESG tendem a ser melhores avaliadas pelo mercado (Hendratama & Huang, 2021).

Tabela 2
Estatística Descritiva

Variável	Obs.	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
ESG	992	51,11	20,98	5,41	89,06
Monitoramento de Analistas	992	2,51	4,04	0	16
Tamanho	992	23,88	1,43	20,88	28,09
MTB	992	2,59	2,74	-0,47	15,55
Rentabilidade	992	0,12	0,28	-1,48	1,26
Endividamento	992	0,32	0,18	0	0,87
Concentração	992	0,38	0,27	0	0,89
Idade	992	17,27	15,08	0	73

Em relação à variável *Monitoramento de Analistas*, percebe-se que as firmas apresentam, em média, aproximadamente 2 analistas monitorando cada companhia, podendo chegar até a máxima de 16 profissionais exercendo esse papel, sendo esse aspecto relevante, visto que o monitoramento dos analistas pode servir como um mecanismo de governança complementar ao deter potencial capacidade de impulsionar os gestores na busca por melhor desempenho ESG, conforme evidenciado por Bai et al. (2023) e Kathri (2023).

Destaca-se, ainda, que as companhias analisadas apresentam *Tamanho* médio de 23,88, representado pelo logaritmo natural dos ativos, não apresentando grande discrepância em relação à mínima de 20,88 e à máxima de 28,09, sendo esse aspecto confirmado pelo baixo desvio-padrão dessa variável. Além disso, no que tange à *Idade*, destaca-se que as empresas apresentam média de tempo de atuação de mercado de 17,27 anos, podendo chegar até 73 anos.

No tocante ao *MTB*, a estatística descritiva indica que, em média, o mercado tem avaliado as firmas com expectativa de crescimento. Isto pode ser observado pelo valor médio positivo da variável (2,59), indicando que o valor de mercado, que é obtido com base no preço de tela da ação, tem superado o valor patrimonial. No entanto, ressalta-se que existem diferenças na forma como o mercado precifica as companhias analisadas, visto que o valor mínimo (i.e., -0,47) sinaliza que, em alguns casos, o mercado tem atribuído um valor inferior ao patrimônio contábil da firma, possivelmente refletindo desconfiança em relação à geração futura de resultados.

De forma complementar, foi analisada a correlação entre as variáveis por meio da matriz de correlação, visando apresentar previamente o direcionamento das variáveis, bem como possíveis indícios de multicolinearidade no modelo econométrico, conforme apresentado na Tabela 3. Ressalta-se que foi utilizada a correlação de Spearman, tendo em vista que o teste de Shapiro-Wilk indicou que as variáveis não apresentam distribuição normal.

Tabela 3
Matriz de Correlação

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) ESG	1,00							
(2) Monitoramento de Analistas	0,04	1,00						
(3) Tamanho	0,47	0,12	1,00					
(4) MTB	0,05	0,00	-0,20	1,00				
(5) Rentabilidade	0,09	0,06	0,01	0,41	1,00			
(6) Endividamento	0,15	0,05	0,08	0,07	-0,02	1,00		
(7) Concentração	-0,05	-0,04	-0,03	0,16	0,01	0,01	1,00	
(8) Idade	0,21	0,06	0,42	-0,20	0,02	0,01	-0,25	1,00

Nota: Coeficientes em negrito são significantes ao nível de 5%.

A partir da Tabela 3, observa-se que, embora a variável *Monitoramento de Analistas* tenha apresentado coeficiente que sinaliza uma baixa correlação (0,04) com a *proxy* de desempenho ESG, a

ausência de significância estatística não permite admitir a existência de uma correlação prévia entre as variáveis.

Por outro lado, observa-se que as variáveis *Tamanho* (0,477), *Rentabilidade* (0,097), *Endividamento* (0,15) e *Idade* (0,21) apresentam coeficientes positivos e significativos em relação à *proxy* de desempenho ESG, sugerindo uma possível correlação entre o desempenho ESG e estas variáveis, especialmente com a variável *Tamanho* por apresentar coeficiente mais elevado.

Os resultados apresentados na Tabela 3 indicam ainda que o *Monitoramento de Analistas* pode estar correlacionado positivamente com características das empresas, como *Tamanho* (0,12), *Rentabilidade* (0,06) e *Idade* (0,06) por apresentarem coeficientes significativos, sugerindo assim que empresas maiores, com maior rentabilidade e/ou com mais tempo de atuação no mercado podem estar correlacionadas positivamente com o monitoramento de analistas financeiros. Por fim, os resultados apresentados sugerem a não existência de correlação elevada entre as variáveis independentes do modelo econométrico, o que indica a não existência de multicolinearidade.

4.2 Análise da Relação entre Monitoramento de Analistas e Desempenho ESG

A Tabela 4 apresenta os resultados da estimação proposta pela Equação 1. Para a definição do modelo final, foram realizados os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman, que indicaram que a estimação com maior aderência para este conjunto de dados é a de painel com efeitos fixos. Adicionalmente, o teste de Wald sinalizou a necessidade de estimação de um modelo robusto à heterocedasticidade, tendo em vista a não constância da variância dos resíduos. Os resultados destes testes de especificação encontram-se apresentados na Tabela 4, assim como os *outputs* do modelo final de regressão.

Tabela 4
Análise de Regressão

Variável	(1) ESG
<i>Monitoramento de Analistas</i>	0,26* (0,16)
<i>Tamanho</i>	7,75*** (2,18)
<i>MTB</i>	0,22 (0,28)
<i>Rentabilidade</i>	-3,57** (1,38)
<i>Endividamento</i>	0,19 (6,56)
<i>Concentração</i>	-1,94 (5,20)
<i>Idade</i>	0,42 (0,26)
<i>Constante</i>	-141,50*** (50,47)
Observações	992
Companhias	136
R ²	0,27
Prob > F	12,45***
Teste de Breusch-Pagan	2174,46***
Teste de Chow	23,93***
Teste de Hausman	-1,03***
Teste de Wald	2,432***

Notas: Erros-padrão reportados entre parênteses. *** indica significância ao nível de 1%, ** indica significância ao nível de 5% e * indica significância ao nível de 10%.

Os resultados da Tabela 4 indicam que o monitoramento por analistas está positivamente associado ao desempenho ESG das empresas, indicando que quanto mais analistas cobrem uma empresa, melhor é seu desempenho ESG. Esse efeito positivo também é consistente entre as companhias maiores, tendo em vista a influência positiva da variável *Tamanho*, mas diverge entre as mais rentáveis, uma vez que a variável *Rentabilidade* apresentou coeficiente negativo. Isso pode ser explicado pelo fato de que maiores empresas têm mais recursos para aderir a práticas ESG, mas isso não está necessariamente relacionado à rentabilidade.

Nesse sentido, verifica-se que o efeito positivo do monitoramento de analistas no desempenho ESG apresentado na Tabela 4 corrobora a hipótese de pesquisa proposta neste estudo. Assim, os resultados indicam que, no mercado acionário brasileiro, os analistas podem atuar como um mecanismo externo eficaz para promover a melhoria do desempenho ambiental, social e de governança das companhias abertas.

No entanto, os resultados da pesquisa indicam que oportunidade de crescimento, capturada pela variável *MTB*, o endividamento, a concentração acionária e a idade da companhia não exercem influência

significativa no desempenho ESG das companhias, contrariando evidências de estudos anteriores (Ferreira et al., 2023; Pinheiro et al., 2024; Wen et al., 2023; Zhang & Wu, 2023).

Visando aprofundar a compreensão do monitoramento de analistas no desempenho ESG no contexto brasileiro, no qual as questões ESG ainda são incipientes (Souza, 2023) e se desenvolvem mais lentamente em comparação com outros mercados emergentes, como a China (Melo & Fontgalland, 2023), foi realizada uma análise adicional para investigar o efeito do monitoramento dos analistas em cada um dos pilares do desempenho ESG.

4.3 Análise Adicional da Relação entre Monitoramento de Analistas e Pilares Individuais do Desempenho ESG

Visando ampliar a compreensão do efeito do monitoramento de analistas sobre o desempenho ESG das companhias abertas brasileiras, e em linha com os estudos de Borralho et al. (2022) e Zhang e Wu (2023), realizou-se uma análise adicional para examinar o efeito do monitoramento dos analistas em cada um dos três pilares do desempenho ESG (i.e., ambiental, social e governança). Os resultados dessa análise adicional estão apresentados na Tabela 5.

Tabela 5
Análise Adicional das Dimensões do ESG

Variável	(1) Governança	(2) Ambiental	(3) Social
<i>Monitoramento de Analistas</i>	0,76*** (0,22)	-0,06 (0,18)	0,11 (0,23)
<i>Tamanho</i>	6,57** (2,66)	11,19*** (2,85)	7,67*** (2,43)
<i>MTB</i>	0,49* (0,29)	0,18 (0,38)	0,03 (0,29)
<i>Rentabilidade</i>	-5,10** (1,96)	-2,43** (1,21)	-2,73 (1,92)
<i>Endividamento</i>	5,34 (6,81)	-7,00 (9,18)	-2,39 (9,14)
<i>Concentração</i>	-1,65 (6,15)	-1,57 (6,10)	-1,71 (7,09)
<i>Idade</i>	0,14 (0,35)	0,38 (0,34)	0,34 (0,33)
<i>Constante</i>	-112,00* (60,42)	-223,70*** (65,89)	-133,30** (56,20)
Observações	992	992	992
Companhias	136	136	136
R ²	0,23	0,18	0,13
Prob > F	9,37***	6,38***	7,41***
Teste de Breusch-Pagan	2026,14***	1732,20***	1681,40***
Teste de Chow	21,16***	17,00***	16,44***
Teste de Hausman	-59,31**	24,57***	30,10***
Teste de Wald	4,53***	1,23***	1,133***

Notas: Erros-padrão reportados entre parênteses. O número de empresas na regressão GMM é menor devido à exclusão de firmas com apenas um ano de dados, que não permitem a construção de defasagens válidas para instrumentação de variáveis endógenas. *** indica significância ao nível de 1%, ** indica significância ao nível de 5% e * indica significância ao nível de 10%.

Os resultados apresentados na Tabela 5 demonstram que o efeito do monitoramento de analistas diverge entre os pilares do tripé ESG, sinalizando que o monitoramento de analistas é significativo apenas sob a ótica do desempenho de governança corporativa. Assim, dada a fragilidade dos aspectos de governança no mercado brasileiro (Crisóstomo et al., 2020; Martins et al., 2017), verifica-se que o monitoramento de analistas exerce um papel relevante para a melhoria desse cenário.

Os achados desta análise adicional divergem dos resultados de Zhang e Wu (2023), que evidenciaram efeito positivo do monitoramento de analistas nos pilares social e ambiental, mas não no pilar de governança corporativa. Essa inversão pode ser explicada por diferenças entre mercados, visto que os reguladores chineses exigem que as companhias incorporem a proteção ambiental em seus sistemas de governança corporativa (Zhang & Wu, 2023), diferentemente do contexto brasileiro, cenário em que a adoção e divulgação de aspectos ESG é realizada de forma voluntária e pouco regulada (Grodt et al., 2024; Schleich, 2022; Souza, 2023).

A ausência de efeito significativo do monitoramento de analistas nas dimensões social e ambiental no Brasil pode estar relacionada a fatores estruturais e institucionais, dado que companhias abertas brasileiras tendem a apresentar maior maturidade e engajamento em práticas de governança, em comparação aos pilares social e ambiental (Neder et al., 2023). Assim, considera-se que o arcabouço regulatório ainda

incipiente, somado à predominância de práticas voluntárias de reporte e à ausência de padrões de divulgação, tem limitado a atuação efetiva dos analistas no tocante às dimensões social e ambiental.

Além disso, o foco dos investidores em métricas financeiras tradicionais pode reduzir a demanda por avaliações aprofundadas das dimensões social e ambiental. Essa perspectiva é apresentada por Banerjee e David (2024), que evidenciam que embora estejam cientes da importância desses aspectos, eles são frequentemente tratados pelos investidores como secundários. Assim, tendo em vista o cenário de fragilidade dos mecanismos de proteção legal aos investidores (Crisóstomo et al., 2020; Martins et al., 2017), é natural que no contexto brasileiro, os analistas concentrem mais seus esforços na dimensão de governança corporativa, o que pode explicar a preponderância dos efeitos identificados nesse pilar.

4.4 Teste de Robustez para Endogenia

Adicionalmente, foi realizado um teste de robustez para mitigar potenciais problemas de endogeneidade, com base no estudo de Zhang e Wu (2023), que analisam a causalidade reversa entre o desempenho ESG e a cobertura por analistas. Os autores indicam que companhias com melhor performance ESG tendem a atrair maior cobertura dos analistas, evidenciando a possibilidade de causalidade reversa na relação estudada. Além disso, a possível omissão de variáveis relevantes pode levar a estimativas viesadas, uma vez que fatores não observados podem influenciar tanto o acompanhamento de analistas, quanto o desempenho ESG. Dessa forma, realizou-se estimações por meio do método generalizado dos momentos (GMM), estando os resultados apresentados na Tabela 6.

Tabela 6
Teste de Robustez para Endogenia

Variável	(1) ESG	(2) Governança	(3) Ambiental	(4) Social
<i>Monitoramento de Analistas</i>	0,11** (0,05)	0,33** (0,13)	0,12 (0,10)	0,01 (0,10)
<i>Tamanho</i>	1,40 (1,54)	4,01** (1,90)	2,35 (1,72)	1,29 (1,85)
<i>MTB</i>	-0,01 (0,18)	0,32 (0,26)	-0,41 (0,30)	-0,26 (0,29)
<i>Rentabilidade</i>	0,91 (0,91)	-0,86 (1,62)	-0,47 (1,24)	2,02* (1,20)
<i>Endividamento</i>	-0,20 (3,97)	-2,22 (5,03)	-1,04 (5,45)	2,21 (6,65)
<i>Concentração</i>	-0,30 (2,48)	-3,73 (4,42)	-2,18 (3,15)	3,88 (3,36)
<i>Idade</i>	-0,04 (0,10)	-0,08 (0,17)	-0,25 (0,18)	0,053 (0,13)
<i>Constante</i>	-24,28 (34,59)	-69,62* (42,00)	-38,59 (37,91)	-23,26 (41,95)
Observações	856	856	856	856
Companhias	110	110	110	110
Prob > χ^2	451,30***	151,47***	349,84***	323,00***
AR(1)	-6,24***	-6,22***	-6,419***	-5,65***
AR(2)	0,78	1,42	0,62	1,32
Teste de Heterocedasticidade	97,69***	154,34***	118,53***	86,64***

Notas: Erros-padrão reportados entre parênteses. *** indica significância ao nível de 1%, ** indica significância ao nível de 5% e * indica significância ao nível de 10%.

Os resultados do teste de robustez indicam que a relação entre o monitoramento de analistas e o desempenho ESG permaneceu consistente, mesmo quando mitigados os problemas de endogeneidade. No geral, os resultados demonstram que o monitoramento de analistas influencia positivamente o desempenho ESG de companhias abertas brasileiras, especialmente na dimensão de governança, complementando assim as evidências de Zhang e Wu (2023) ao sinalizar que o efeito do monitoramento de analistas pode divergir conforme o contexto.

5 Considerações Finais

O presente estudo teve por objetivo investigar o papel do monitoramento de analistas no desempenho ESG de companhias abertas brasileiras. Para tanto, a amostra final foi composta por 136 empresas, com dados disponíveis na Refinitiv Eikon, no período de 2010 a 2022. A análise dos dados foi realizada inicialmente por meio de regressão com dados em painel desbalanceado e, posteriormente, pelo método GMM, a fim de mitigar a possível endogeneia entre o monitoramento de analistas e o desempenho ESG.

Os principais achados convergem para a hipótese de pesquisa, indicando que o monitoramento dos analistas influencia positivamente no desempenho ESG. No entanto, quando analisadas as três dimensões isoladamente, verificou-se que o efeito é direcionado pela dimensão de governança corporativa, que é influenciada de forma significativa pelo desempenho ESG, sendo esses achados consistentes também quando implementados os modelos GMM como forma de robustez. Assim, os resultados deste estudo sugerem que o monitoramento dos analistas pode ser visto como mecanismo externo de governança corporativa capaz de incentivar as organizações na busca por um melhor desempenho ESG, especialmente na dimensão de governança corporativa, sendo este achado uma nova contribuição para a literatura na área.

Diante disso, considera-se que esta pesquisa contribui para literatura de governança corporativa, que tem demandado a realização de estudos acerca dos efeitos de mecanismos externos de governança corporativa em mercados emergentes. De maneira complementar, considera-se que este estudo também contribui para a literatura nacional sobre os determinantes do desempenho ESG, considerando que até o momento não foram encontrados estudos que examinem o efeito do monitoramento dos analistas no desempenho ESG das companhias. Assim, este estudo preenche uma lacuna na literatura ao ser, até o presente momento, o primeiro a investigar a relação entre monitoramento de analistas e desempenho ESG no mercado acionário brasileiro.

Adicionalmente, considera-se que este estudo contribui de maneira prática para investidores, visto que os resultados indicam que empresas com maior monitoramento de analistas tendem a apresentar melhor desempenho ESG, especialmente na dimensão de governança corporativa, o que é crucial para decisões de investimento. Essa evidência pode orientar investidores institucionais e gestores de portfólio na seleção de ativos mais alinhados a práticas sustentáveis e com menor risco associado à governança.

Além disso, formuladores de políticas podem considerar incentivos para promover ou fortalecer o monitoramento de analistas como parte de estratégias de governança corporativa, incentivando as companhias abertas a aumentarem a transparência e a qualidade das informações fornecidas aos analistas. Essas medidas podem contribuir para a redução de assimetrias informacionais, para o fortalecimento da confiança dos investidores, bem como para o aprimoramento do ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro.

No entanto, considera-se relevante ressaltar que a ausência de efeito significativo do monitoramento de analistas nas dimensões social e ambiental no Brasil pode estar relacionada a fatores estruturais e institucionais, uma vez que a literatura sinaliza que as companhias abertas brasileiras tendem a apresentar maior maturidade e engajamento em práticas de governança, em comparação aos pilares social e ambiental. Dessa forma, considera-se que o arcabouço regulatório ainda incipiente, somado à predominância de práticas voluntárias de reporte e à ausência de padrões de divulgação, tem limitado a atuação efetiva dos analistas no tocante às dimensões social e ambiental.

Apesar de complementar as pesquisas existentes sobre fatores determinantes do desempenho ESG, o presente estudo possui limitações, visto que foi realizado em um mercado emergente com características específicas, como a ausência de regulação quanto ao *disclosure* de aspectos ESG, o que reduz o *enforcement* para iniciativas relacionadas a esses aspectos. Nesse sentido, embora tenham sido adotados cuidados metodológicos para minimizar potenciais vieses, é importante reconhecer que a exclusão de 441 companhias devido à ausência de dados (*missing values*) sobre desempenho ESG e cobertura por analistas na base Refinitiv Eikon, pode ter introduzido um viés de seleção, visto que tendem a permanecer na amostra companhias de maior porte, mais consolidadas ou com melhores práticas de divulgação, limitando a generalização dos resultados.

Uma limitação adicional deste estudo é a utilização exclusiva da métrica de desempenho ESG fornecida pela Refinitiv Eikon, uma vez que estudos na área (Berg et al., 2022; Christensen et al., 2022) têm apontado uma significativa heterogeneidade entre as agências de rating quanto à quantificação do desempenho ESG (e.g., Refinitiv, Sustainalytics, Kinder, Lydenberg and Domini – KLD, Moody's ESG, MSCI). Tal divergência decorre, em grande medida, de diferenças no escopo das variáveis consideradas nas estratégias de mensuração adotadas e nos pesos atribuídos a cada dimensão do constructo. Assim, estudos futuros podem empregar métricas alternativas de desempenho ESG, a fim de verificar se os achados são convergentes com os aqui apresentados.

Como sugestão para pesquisas futuras, também se recomenda a utilização de diferentes métricas de desempenho ESG, com dados provenientes de outras bases de dados, a fim de verificar a robustez e a consistência dos resultados encontrados. Além disso, considera-se relevante que estudos futuros aprofundem os achados aqui apresentados por meio de uma abordagem de pesquisa qualitativa, com entrevistas a gestores e analistas de companhias abertas. Essa estratégia pode contribuir para uma melhor compreensão

dos mecanismos pelos quais o monitoramento exercido por analistas influencia a governança corporativa, bem como para identificar possíveis barreiras que limitem seu impacto nas dimensões ambiental e social.

Por fim, verifica-se também que, apesar de a quantidade total de analistas ser uma *proxy* validada e consolidada pela literatura para capturar o monitoramento de analistas, ela não possibilita capturar características idiossincráticas dos analistas, como experiência ou nível de assertividade. Assim, estudos futuros poderiam tentar incluir essas variáveis, bem como examinar possíveis fatores moderadores ou mediadores que podem exercer papel relevante na presente relação, como características do setor de atuação ou nível de maturidade ESG das empresas.

REFERÊNCIAS

- Aldowaish, A., Kokuryo, J., Almazyad, O., & Goi, H. C. (2022). Environmental, social, and governance integration into the business model: Literature review and research agenda. *Sustainability*, 14(5), 2959. <https://doi.org/10.3390/su14052959>
- Ali, U., & Hirshleifer, D. (2020). Shared analyst coverage: Unifying momentum spillover effects. *Journal of Financial Economics*, 136(3), 649-675. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.007>
- Bai, G., Li, T., & Xu, P. (2023). Can analyst coverage enhance corporate innovation legitimacy? Heterogeneity analysis based on different situational mechanisms. *Journal of Cleaner Production*, 405, 137048. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.137048>
- Banerjee, S., & David, R. (2024). Does ESG really matter? Accessing the relevance of ESG in Indian investors' decision-making dynamics. *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/QRFM-10-2023-0241>
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
- Borralho, J. M., Hernandez-Linares, R., Gallardo-Vazquez, D., & de Sousa Paiva, I. C. (2022). Environmental, social and governance disclosure's impacts on earnings management: Family versus non-family firms. *Journal of Cleaner Production*, 379, 134603. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134603>
- Bradley, D., Mao, C. X., & Zhang, C. (2022). Does analyst coverage affect workplace safety?. *Management Science*, 68(5), 3464-3487. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4093>
- Bueno, G., Nascimento, K., Lana, J., Gama, M. A. B., & Marcon, R. (2018). Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 120-141. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a7
- Campos-Rasera, P. P., Abreu Passos, G., & Colauto, R. D. (2021). Does capital structure influence the performance of corporate social responsibility? An analysis in companies of the world's largest economies. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, 1-16. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007>
- Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2006). Analyst Coverage and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 61(6), 3009-3048. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01010.x>
- Chen, J., Cumming, D., Hou, W., & Lee, E. (2016). Does the External Monitoring Effect of Financial Analysts Deter Corporate Fraud in China? *Journal of Business Ethics*, 134(4), 727-742. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2393-3>
- Chen, T., Harford, J., & Lin, C. (2015). Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 383-410. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.002>
- Cheng, Q., Du, F., Wang, X., & Wang, Y. T. (2016). Seeing is believing: Analysts' corporate site visits. *Review of Accounting Studies*, 21, 1245-1286. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9368-9>
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147-175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>
- Chun, H. M., & Shin, S. Y. (2018). Does analyst coverage enhance firms' corporate social performance? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(7), 2561. <https://doi.org/10.3390/su10072561>
- Crace, L., & Gehman, J. (2023). What really explains ESG performance? Disentangling the asymmetrical drivers of the triple bottom line. *Organization & Environment*, 36(1), 150-178. <https://doi.org/10.1177/10860266221079408>
- Crisóstomo, V. L., de Freitas Brandão, I., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 101076. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Farias, A. J., & Barreiros, N. (2020). Análise da adoção da ASG (ambiente, social e governança) no mercado brasileiro e internacional. *Revista de Direito Internacional e Globalização Econômica*, 7(07), 38-52. <https://doi.org/10.23925/2526-6284/2020.v7n7.54931>

- Ferreira, L. B. G. R., Viana, L. F. C., Ames, A. C., & Carvalho, L. C. (2023). Efeitos macroeconômicos na relação entre as características do conselho de administração e o desempenho ESG. *Revista Gestão Organizacional*, 16(2), 97-116. <https://doi.org/10.22277/rgo.v16i2.7462>
- Gabbionetta, C., Ravasi, D., & Mazzola, P. (2007). Exploring the Drivers of Corporate Reputation: A Study of Italian Securities Analysts. *Corporate Reputation Review*, 10, 99-123. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1550048>
- Gao, Z., Quan, X. F., Xu, X. M. (2022). Under watchful eyes: Analyst site visits and firm earnings management. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102269. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102269>
- Grodt, J. A. D. S., Degenhart, L., Magro, C. B. D., Ávila, L. V., & Piccinin, Y. G. (2024). Divulgação ESG e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35, 1-18. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231811.pt>
- He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(1), 63-77. <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2017-0096>
- Hendratama, T. D., & Huang, Y. C. (2021). Corporate social responsibility, firm value and life cycle: Evidence from Southeast Asian countries. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), 577-597. <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2020-0194>
- Hu, M., & Yang, J. (2014). Can analyst coverage reduce the incidence of fraud? Evidence from China. *Applied Economics Letters*, 21(9), 605-608. <https://doi.org/10.1080/13504851.2013.879273>
- Irigaray, H. A. R., & Stocker, F. (2022). ESG: novo conceito para velhos problemas. *Cadernos EBAPE.BR*, 20, 1-4. <https://doi.org/10.1590/1679-395186096>
- Jesuka, D., Cunha, M. A., Silva Borsatto, J. M. L., & Araújo, A. A. (2025). The impact of green innovation and ESG performance on firm debt. *Brazilian Business Review*, 22. <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.1610.en>
- Jing, C., Keasey, K., Lim, I., & Xu, B. (2023). Analyst Coverage and Corporate Environmental Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-34. <https://doi.org/10.1017/S0022109023000340>
- Liu, H., Yang, B., & Zhang, J. (2021). Do financial analysts discourage or encourage corporate fraud? Empirical evidence from China. *Pacific Accounting Review*, 33(1), 81-113. <https://doi.org/10.1108/PAR-03-2020-0036>
- London Stock Exchange Group. (2023). *Environmental, social and governance scores from LSEG*. Recuperado de: https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf?esg=Super+Retail+Group+Ltd
- Khemir, S., Baccouche, C., & Ayadi, S. D. (2019). The influence of ESG information on investment allocation decisions. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 458-480. <https://doi.org/10.1108/JAAR-12-2017-0141>
- Khatri, I. (2023). The role of analyst coverage and value-relevance of energy efficiency. *Review of Accounting and Finance*, 22(2), 249-265. <https://doi.org/10.1108/RAF-08-2022-0211>
- Kim, J. B., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2019). Analyst coverage and expected crash risk: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. *The Accounting Review*, 94(4), 345-364. <https://doi.org/10.2308/accr-52280>
- Maria, M. M. L., Zonatto, V. C. S., Maria, E. Jr., Louzada, C. L., & Nascimento, S. P. (2024). The practice of green washing motivated by financial constraints: An analysis in global economies. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 18(7). 1-26. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v18n7-060>
- Martins, H. C., Schiehl, E., & Terra, P. R. S. (2017). Country-level governance quality, ownership concentration, and debt maturity: A comparative study of Brazil and Chile. *Corporate Governance: An International Review*, 25(4), 236-254. <https://doi.org/10.1111/corg.12192>
- Martiny, A., Tagliatela, J., Testa, F., & Iraldo, F. (2024). Determinants of environmental social and governance (ESG) performance: A systematic literature review. *Journal of Cleaner Production*, 456, 142213. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.142213>
- Mazzioni, S., Kisata, L., & Dal Magro, C. B. (2024). Engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável pelas companhias listadas no mercado acionário do Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 18(2). <https://doi.org/10.17524/repec.v18i2.3331>
- Melo, J. J., & Fontgalland, I. L. (2023). The BRICS in the sustainable agenda: Performance analysis of ESG indices in the financial markets in Brazil, China, India and South Africa. *International Journal of Business*, 10(1), 1-11. <https://doi.org/10.18488/62.v10i1.3325>
- Moreira, C. S., de Araújo, J. G., Silva, G. R. D., & Lucena, W. G. L. (2023). Environmental, social and governance e o ciclo de vida das firmas: evidências no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e1729. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231729.pt>
- Naqvi, S. K., Shahzad, F., Rehman, I. U., Qureshi, F., & Laiqu, U. (2021). Corporate social responsibility performance and information asymmetry: The moderating role of analyst coverage. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1549-1563. <https://doi.org/10.1002/csr.2114>

- Neder, J. F., Neto, A. A., Montalván, R. A. V., & dos Reis Gomes, P. C. (2023). Estudo dos pilares de ESG - environmental, social and governance no contexto das empresas brasileiras. *Sistemas & Gestão*, 18(3). <http://dx.doi.org/10.20985/1980-5160.2023.v18n3.1826>
- Park, S. R., & Jang, J. Y. (2021). The impact of ESG management on investment decision: Institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>
- Pinheiro, A. B., dos Santos, J. I. A. S., Cherobim, A. P. M. S., & Segatto, A. P. (2024). What drives environmental, social and governance (ESG) performance? The role of institutional quality. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 35(2), 427-444. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2023-0091>
- Rigon, L., Degenhart, L., & Ribeiro, R. (2023). Características de país e corporativas melhoram a divulgação ambiental, social e de governança? Evidências do Brasil e Alemanha. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 22, 1-20. <https://doi.org/10.16930/2237-766220233345>
- Schleich, M. V. (2022). Quais são as políticas e práticas em recursos humanos mais utilizadas pelas empresas com melhores índices ESG no Brasil? *Revista de Administração de Empresas*, 62(5), 1-22. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020220511>
- Shakil, M. H. (2024). Environmental, social and governance controversies: a bibliometric review and research agenda. *Finance Research Letters*, 70, 106325. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106325>
- Souza, L. M. (2023). Integration of ESG factors into financial regulations in Brazil: An overview. *Revista do CEJUR/TJSC: Prestação Jurisdicional*, 11, 1-14. <https://doi.org/10.37497/revistacejur.v11i00.407>
- Sun, J., & Liu, G. (2011). The effect of analyst coverage on accounting conservatism. *Managerial Finance*, 37(1), 5-20. <https://doi.org/10.1108/030743511111092111>
- Wen, K., Agyemang, A., Alessa, N., Sulemana, I., & Osei, A. (2023). The moderating role of ownership concentration on financing decisions and firm's sustainability: Evidence from China. *Sustainability*, 15(18), 13385. <https://doi.org/10.3390/su151813385>
- Yang, B., Cullinan, C. P., & Liu, H. (2018). Analyst following and pay-performance sensitivity: evidence from China. *Applied Economics*, 50(37), 4040-4053. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1441508>
- Yang, J., Wang, R., & Xue, Y. (2021). Analyst coverage and corporate misconduct. *Australian Economic Papers*, 60(2), 261-288. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12203>
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245-271. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>
- Yu, M. (2011). Analyst recommendations and corporate governance in emerging markets. *International Journal of Accounting and Information Management*, 19(1), 34-52. <https://doi.org/10.1108/18347641111105926>
- Zairis, G., Liargovas, P., & Apostolopoulos, N. (2024). Sustainable finance and ESG importance: A systematic literature review and research agenda. *Sustainability*, 16(7), <https://doi.org/10.3390/su16072878>
- Zhang, C., & Wu, X. (2023). Analyst Coverage and Corporate ESG Performance. *Sustainability*, 15(17), 12763. <https://doi.org/10.3390/su151712763>
- Zhang, Z., & Zhang, L. (2024). Investor attention and corporate ESG performance. *Finance Research Letters*, 60, 104887. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104887>

NOTAS

AGRADECIMENTOS

Não se aplica.

CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Concepção e elaboração do manuscrito: Y. D. M. Azevedo, Y. G. P. Azevedo, K. F. Miranda, M. C. G. Silva.

Coleta de dados: Y. D. M. Azevedo, Y. G. P. Azevedo.

Análise de dados: Y. D. M. Azevedo, Y. G. P. Azevedo.

Discussão dos resultados: Y. D. M. Azevedo, Y. G. P. Azevedo, K. F. Miranda.

Revisão e aprovação: Y. G. P. Azevedo, K. F. Miranda, M. C. G. Silva.

CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA

O conjunto de dados que apoia os resultados deste estudo não está disponível publicamente.

FINANCIAMENTO

Não se aplica.

CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM

Não se aplica.



APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA

Não se aplica.

CONFLITO DE INTERESSES

Não se aplica.

LICENÇA DE USO

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](#). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

PUBLISHER

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](#). As ideias expressadas neste artigo são de responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

EDITORES

Denize Demarche Minatti Ferreira, José Alonso Borba, Carlos Eduardo Facin Lavarda.

HISTÓRICO

Recebido em: 03/12/2024 – Revisado por pares em: 26/03/2025 – Reformulado em: 27/04/2025 – Recomendado para publicação em: 10/09/2025 – Publicado em: 15/12/2025