

EFEITOS DO DESEMPENHO SUSTENTÁVEL RELATIVO E DA DIVULGAÇÃO DE GESTÃO DE RISCOS ESG (*ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE*) NA AVALIAÇÃO DE INVESTIDORES NÃO PROFISSIONAIS.

Resumo

Neste estudo, examinou-se o efeito de fornecer divulgações de gestão de riscos ESG (*Environmental, Social and Governance*), juntamente com indicadores de desempenho econômico-financeiro e ambiental, social e governança, na avaliação de investimento de investidores não profissionais. Argumentou-se, com base em estudos de atribuição da psicologia, que a avaliação de investimento é melhor quando há presença de divulgação de gestão de riscos ESG do que quando há ausência de divulgação de gestão de riscos ESG; quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é bom do que quando é ruim; e que a presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afeta em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom. Foram recrutados cinquenta e cinco (55) participantes nos cursos da área de negócios de uma universidade pública da região nordestina do Brasil, como proxy para investidores não profissionais, os quais realizaram um experimento com desenho fatorial 2 (divulgação de gestão de riscos ESG: presença vs. ausência) x 2 (desempenho sustentável relativo: bom vs. ruim). O experimento manipulou a ausência ou presença de divulgação da gestão de riscos ESG (DGR) e o desempenho sustentável relativo (DSR) (ou seja, bom ou ruim em relação aos indicadores econômico-financeiros). Os resultados revelaram que a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento e a avaliação de investimento foi marginalmente influenciada pelo desempenho sustentável relativo. Além disso, a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento em função do desempenho sustentável relativo. Os resultados têm implicações teóricas e práticas.

Palavras chave: Divulgação; Riscos; Esg; Desempenho.

1 INTRODUÇÃO

As empresas enfrentam vários riscos em suas operações e tomam medidas para gerenciá-los. Conceitualmente, isso dá origem a dois aspectos de um risco de que as empresas possam divulgar o risco enfrentado (doravante, divulgações de riscos), e as medidas tomadas para gerenciá-lo (doravante, gestão de riscos ESG). Teoricamente, a divulgação de ambos os aspectos deve permitir que os investidores tenham uma compreensão mais holística dos riscos das empresas (Than e Yeo, 2023).

Com a questão da sustentabilidade (ESG), os órgãos reguladores têm discutido sobre a obrigatoriedade da divulgação de gestão de riscos ESG por parte das empresas cotadas em bolsas de valores. Atualmente, o Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade

colocou em audiência pública a minuta do Pronunciamento Técnico CBPS 01 - Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade. Este pronunciamento prevê a exigência, por parte das entidades, da divulgação de informações sobre seus riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade úteis aos principais usuários de relatórios financeiros para fins gerais, de modo que possam entender os processos da entidade para identificar, avaliar, priorizar e monitorar os riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade, incluindo se e como esses processos estão integrados e informam o processo geral de gestão de riscos ESG da entidade, e avaliar o perfil geral de riscos da entidade e seu processo geral de gestão de riscos ESG ao tomar decisões relacionadas ao fornecimento de recursos à entidade.

A divulgação de gestão de riscos ESG fornece uma fonte adicional de informações que podem ser úteis para a tomada de decisão dos usuários. Em adição aos relatórios financeiros, cada vez mais, empresas divulgam informações ambientais, sociais e de governança em países emergentes. Esta prática visa atender às necessidades de informação de todos os *stakeholders* da empresa e, mais especificamente, dos investidores (Khemir, Baccouche, e Ayadi, 2019). Os acadêmicos, reguladores e a comunidade empresarial em geral apelaram à avaliação da utilidade para a decisão de três categorias principais de informação não financeira: econômica, governança e responsabilidade social corporativa (RSE) (Cohen, Holder-Webb e Zamora, 2015).

Pesquisas anteriores sugerem que tanto informações dos relatórios financeiros quanto dos de sustentabilidade são informativos relevantes para a tomada de decisões de investidores profissionais e não profissionais (Clarkson *et al.*, 2010; Cohen, Holder-Webb e Zamora, 2015; Khemir, Baccouche, e Ayadi, 2019). Este estudo concentrou-se em examinar os efeitos de divulgação de relatórios de gestão de riscos ESG e do desempenho sustentável em relação aos indicadores econômico-financeiros nos julgamentos de investidores não profissionais devido à tendência da obrigatoriedade do relatório de gestão de riscos ESG e necessidade de compreender sua eficácia em decisão de investimento juntamente com os indicadores financeiros e de sustentabilidade. Considerando a divulgação de gestão de riscos ESG complementar à divulgação dos relatórios financeiros e de sustentabilidade, este estudo examina como sua ausência e presença poderia interagir com o desempenho dos indicadores de sustentabilidade em relação aos indicadores financeiros extraídos nos seus respectivos relatórios para influenciar conjuntamente os julgamentos de investidores não profissionais na avaliação de investimento em ações de uma companhia cotada em bolsas de valores.

Diferentemente de Coram (2010) que examinou os efeitos do aprimoramento dos indicadores de desempenho não-financeiros nas estimativas do preço de ações de investidores profissionais e não profissionais em termos de indicadores de desempenho não-financeiros positivos vs negativos, examinou-se os efeitos da divulgação do desempenho sustentável relativo no julgamento de investidores não profissionais em termos do desempenho dos indicadores não financeiros (isto é, de sustentabilidade: ambiental, social e governança) em termos de bom ou ruim em relação ao desempenho dos indicadores econômico-financeiros. As companhias podem divulgar um desempenho sustentável bom contra um desempenho

econômico-financeiro ruim ou um desempenho sustentável ruim contra um desempenho econômico-financeiro bom.

Consistente com isso, Coram (2010) constatou que investidores não profissionais reagem menos às divulgações não financeiras positivas em comparação com investidores profissionais e ambos os grupos reagem mais às divulgações negativas que as positivas, sugerindo um viés negativo na avaliação da informação. Além disso, Jaffar (2023) encontrou que os fatores ESG possuem relações significativas com Beta e Custo Médio Ponderado de Capital, (WACC, do inglês *Weighted Average Cost of Capital*), o que sugere que a gestão de riscos ESG pode desempenhar um papel mais proeminente na determinação do perfil de risco e custo de capital de uma empresa. Em um contexto de não materialização de risco, Than e Yeo (2023) sugerem que as divulgações de risco têm um efeito positivo nos julgamentos quando o tom de divulgação de riscos é positivo e os investidores fornecem avaliações de ações mais baixas (mais altas) quando um resultado positivo *versus* tom negativo é usado na ausência (presença) de divulgações de gerenciamento de risco. No entanto, ainda falta obter evidências sobre os efeitos da ausência (presença) de divulgação de gestão de riscos ESG. No cenário deste estudo, a disponibilidade de divulgação de gestão de riscos ESG pode afetar a resposta ao perfil de riscos ESG percebidos pelos investidores a partir da análise da divulgação do desempenho relativo sustentável.

Diante disso, argumenta-se que a divulgação de gestão de riscos ESG pode influenciar a forma como os investidores processam e respondem às informações de riscos (Than e Yeo, 2023) porque estudos de atribuição da psicologia (Creyer e Gurhan, 1997; Hastie, 1984; Kelley, 1973; Reeder e Fulks, 1980) sugerem que a presença de divulgações de gestão de riscos ESG poderia chamar a atenção para o papel da empresa em contribuir para, ou deixar de prevenir, o resultado negativo da materialização do risco. Nesse sentido, espera-se que os investidores não profissionais avaliem melhor o investimento quando há presença de divulgação de gestão de riscos ESG do que quando há ausência de divulgação de gestão de riscos ESG (H1). Os investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é bom do que quando é ruim (H2). A presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afeta em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom (H3).

Realizamos um experimento com participantes recrutados nos cursos da área de negócios de uma universidade pública da região nordestina do Brasil como proxy para investidores não profissionais. O experimento manipulou a ausência ou presença de divulgação da gestão de riscos ESG e o desempenho sustentável relativo (ou seja, bom ou ruim em relação aos indicadores econômico-financeiros). Para garantir o realismo do cenário experimental, selecionamos os indicadores econômico-financeiros nos demonstrativos financeiros de uma companhia brasileira (doravante denominada de Companhia Beta) cotada na B3 (Brasil-Bolsa-Balcão), os indicadores ESG no relatório de sustentabilidade da companhia disponibilizada no link de relações com investidores no seu site e as informações sobre divulgação de gestão de riscos ESG constante no formulário de referência publicada na página de demonstrativos financeiros da B3. Solicitamos os julgamentos dos participantes depois de terem lido sobre os

riscos ESG relativos a um novo projeto da companhia e os relatórios de desempenho contendo indicadores econômico-financeiros e de ESG.

O presente estudo contribui para a teoria e prática sobre a divulgação de gestão de riscos ESG. Estendemos a teoria de estudos anteriores sobre como as informações de riscos e indicadores de desempenho econômico-financeiro e de ESG (Arnold, Bassen e Frank, 2012; Tan e Yeo, 2023) podem ter diferentes efeitos sobre os julgamentos dos investidores durante a avaliação de investimento com base no fato da divulgação de gestão de riscos ESG estar presente e esclarecem as condições (ou seja, desempenho sustentável relativo ao desempenho econômico-financeiro) sob as quais a divulgação de gestão de riscos ESG tem um efeito maior. Em termos de contribuição prática, os resultados fornecem ensaios para analistas de investimento e reguladores sobre como a divulgação de riscos ESG pode interagir com a situação de desempenho econômico-financeira para auxiliar a avaliação de investimentos por parte de investidores não profissionais.

O restante deste artigo está organizado da seguinte forma. A próxima seção discute a teoria do estudo, literatura anterior e desenvolvimento das hipóteses. A seção 3 descreve o método experimental e a seção 4 análise e discussão dos resultados. Por fim, a seção 5 apresenta as conclusões sobre os achados e discute suas implicações.

2 LITERATURA ANTERIOR, TEORIA E HIPÓTESES

2.1 Literatura anterior

A criação de valor sustentável passou a ser o centro das atenções de muitas empresas, levando a uma mudança nos relatórios corporativos externos. As informações de sustentabilidade são fornecidas em relatórios de sustentabilidade e relatórios de Responsabilidade Social Empresarial (RSE), bem como em relatórios integrados (Esch, Schnellbächer e Wald, 2019). As informações não financeiras relacionadas à sustentabilidade são cada vez mais consideradas relevantes em termos de valor. Neste contexto, são frequentemente discutidas duas tendências recentes no relato não financeiro: o relato integrado e a segurança da informação sobre sustentabilidade (Reimsbach *et al.*, 2018). O relato integrado é uma nova estrutura de relato que propõe a integração de informações financeiras e não financeiras em um único relatório. Incorpora novas ideias sobre relatórios que podem mudar o panorama dos relatórios empresariais, melhorar a capacidade dos investidores para avaliar as perspectivas futuras das empresas e fornecer soluções para superar as críticas frequentemente repetidas aos modelos tradicionais de relatórios contabilísticos (De Villiers *et al.*, 2017). O *International Integrated Reporting Council* (IIRC) defende que o relato integrado (RI) se torne a norma mundial para o relato empresarial destinado a suprir as necessidades dos investidores (Bernardi e Stark, 2018).

O período pós-crise financeira de 2008/2009 desencadeou o aumento da procura de relatórios financeiros, e o relato integrado (RI) passou a desempenhar um papel fundamental na gestão das relações com as partes interessadas. Sendo um resultante do pensamento integrado, o RI combina a contabilidade financeira tradicional com questões relacionadas com a

sustentabilidade e a governança corporativa para aumentar a utilidade decisória dos relatórios empresariais modernos (Velte e Stawinoga, 2017). O relatório integrado é uma iniciativa emergente de relatórios corporativos internacionais para discutir as limitações das abordagens de relatórios corporativos existentes, que são comumente criticadas por serem volumosas e desarticuladas (Zhou *et al.*, 2017). Além dos relatórios financeiros, as empresas cada vez mais reportam relatórios ambientais, sociais e informações de governança (ESG) em países emergentes. Esta prática visa atender às necessidades de informação de todos os *stakeholders* da empresa e, mais especificamente, dos investidores (Khemir, Baccouche e Ayadi, 2019).

Nos últimos anos, as práticas ESG tornaram-se um ponto focal para investidores, reguladores, consumidores e outros *stakeholders*. Nesse cenário, é fundamental discutir a importância da Gestão de Riscos Corporativos (ERM, do inglês *Enterprise Risk Management*) na abordagem dessas questões. Iniciativas como a redução das emissões de carbono de uma empresa ou a busca por uma mão de obra plural e diversa são contribuições positivas para a sociedade. Vale ressaltar que os investidores começaram a demonstrar grande interesse em ESG, provavelmente devido à correlação entre a adoção de boas práticas ambientais, sociais e de governança e os altos retornos. Ao mesmo tempo, empresas com baixo desempenho de ESG tendem a ter sustentabilidade de negócios limitada a longo prazo. Além disso, as empresas operam em um ambiente no qual os padrões de relatório obrigatório para ESG estão em pleno andamento e continuam a evoluir. Regulamentações estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (SEC), pela Diretiva de Relato de Sustentabilidade Corporativa (CSRD) e pelas Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS) S1 e S2 exigem que as empresas divulguem processos e políticas relacionadas a ESG (KPMG, 2023).

Num cenário empresarial global marcado por mudanças constantes, compreender e navegar pelos riscos é parte integrante da construção da resiliência organizacional e da solidificação da reputação. Neste contexto, o foco crescente nos fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) é uma tendência que desafia as empresas sob múltiplas perspectivas, incluindo as suas práticas de gestão de risco. À medida que o ESG avança na agenda corporativa e do consumidor, o *greenwashing* se torna uma preocupação real para as empresas que desejam causar um impacto verdadeiramente positivo. Atualmente, a falta de gestão e divulgação ESG baseada no risco pode levar à subvalorização por parte de investidores, funcionários e consumidores. Gerenciar os riscos de reputação e percepção do cliente em todo o cenário ESG expandido ajudará a construir confiança e contribuirá para um futuro sustentável (EY, 2024).

Atualmente, diante da relevância da agenda ESG para as empresas e da consulta sobre prioridades futuras, o *International Sustainability Standards Board* (ISSB) iniciou projetos para pesquisar a divulgação de riscos e oportunidades associados a: biodiversidade e serviços ecossistêmicos; e capital humano. Os projetos de pesquisa centrarão nas necessidades comuns de informação dos investidores para avaliar se e como é razoável esperar que esses riscos e oportunidades afetem as perspectivas de uma empresa (*International Financial Reporting Standard*, IFRS, 2024). Tanto o ISSB como o *International Accounting Standard Board* (IASB) continuarão a apoiar a utilização do quadro de Relato Integrado como um recurso que impulsiona relatórios empresariais de alta qualidade e um pacote de informações coeso para os investidores. A divulgação de informações materiais sobre todos os riscos e oportunidades

relacionados com a sustentabilidade já é exigida pela IFRS S1, sendo solicitado às empresas que consultem fontes de orientação – incluindo as Normas SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) – para fornecer divulgações adequadas para além do clima (IFRS, 2024).

No Brasil, a 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). Os Arts. 1º e 2º dessa resolução estabelecem, em caráter voluntário, a opção de elaboração e divulgação de relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, pelas companhias abertas, fundos de investimento e companhias securitizadoras, com base no padrão internacional emitido pelo ISSB, a partir dos exercícios sociais iniciados em, ou após, 1º de janeiro de 2024 e, para as companhias abertas, a obrigatoriedade de elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base nas normas do ISSB, a partir dos exercícios sociais iniciados em, ou após, 1º de janeiro de 2026 (CVM, 2023).

Nesse sentido, a literatura empírica experimental tem investigado quando e como informações de relatório de sustentabilidade e de relato integrado, bem como divulgações de gestão de riscos corporativos, influenciam as decisões de julgamento e avaliação de investimento tanto de investidores profissionais quanto de não profissionais (Clarkson *et al.*, 2010; Coram, 2010; Arnold, Bassen e Frank, 2012; Crifo, Forget e Teyssier, 2015; Dong, 2017; Khemir, Baccouche e Ayadi, 2019; Hartzmark e Sussman, 2019; Dong e Wong-On-Wing, 2021; Tan e Yeo, 2023). Portanto, pesquisas anteriores sobre a divulgação de relatórios de sustentabilidade ou relato integrado buscaram investigar, sob vários prismas, os efeitos do conteúdo informacional financeiro, social e de governança no julgamento da avaliação de investimento.

Por exemplo, Clarkson *et al.* (2010) descobriram que as divulgações ambientais voluntárias são cada vez mais informativas para os investidores em suas análises de avaliação de empresas sobre os dados atuais de emissões tóxicas. Descobriram também que os investidores parecem usar dados de emissões tóxicas para avaliar os riscos da empresa e os riscos ambientais futuros não contabilizados nos passivos. Por sua vez, Dong (2017) examinou até que ponto os investidores não profissionais confiam nas informações não financeiras divulgadas voluntariamente em relação às demonstrações financeiras obrigatórias e se sua confiança nas informações não financeiras depende de vários fatores de entrada e de um fator de processo: experiência de investimento, horizonte de investimento, formato de divulgação e processo cognitivo. Na primeira experiência, descobriu que as decisões de investimento dos investidores são mais afetadas pela informação financeira do que pela informação não financeira. Curiosamente, as divulgações não financeiras afetaram mais os investidores com alta experiência do que os investidores com baixa experiência. Da mesma forma, o fornecimento de divulgações não financeiras levou a um aumento do interesse no investimento em ações entre investidores com horizonte de investimento de longo prazo, mas não entre aqueles cujo horizonte de investimento é de curto prazo. Além disso, a falta de confiança na informação não financeira causada pelo horizonte de investimento de curto prazo foi mais pronunciada para investidores com pouca experiência do que para investidores com elevada

experiência. Consequentemente, a disponibilização de medidas de desempenho não financeiro não afetou as decisões de alocação de capital quando investidores com pouca experiência investem para obter retornos de curto prazo.

Crifo, Forget e Teyssier (2015) investigaram o impacto da prática de divulgação ambiental, social e de governança (ESG) no financiamento de capital e constataram que a divulgação do desempenho corporativo não financeiro (ESG) afeta o valor da empresa e a decisão de investimento. Além disso, o principal resultado deste estudo revelou um efeito de assimetria, mostrando que os investidores reagem mais à divulgação de más práticas ESG do que às boas práticas ESG. Os efeitos das informações ESG na decisão de investimento foram também confirmados por Khemir, Baccouche e Ayadi (2019) em um contexto de experimento de campo conduzido em um país emergente (Tunísia) entre 245 *stakeholders* financeiros novatos e experientes. Eles analisaram se os investidores incluem informações ESG nas suas decisões de alocação de investimentos no mercado de capitais tunisiano e buscaram identificar a dimensão da informação que tem maior efeito sobre as decisões de alocação de investimentos. Os seus resultados mostraram que as informações ESG influenciaram as decisões de alocação de investimentos na Tunísia. Além disso, constataram que as informações sobre a governança e a informação social tiveram mais influência do que a informação ambiental.

Coram (2010) explorou o efeito da sofisticação do investidor na influência dos indicadores de desempenho não financeiro nos julgamentos dos investidores e examinou como a divulgação aprimorada desses indicadores afeta as estimativas do preço das ações de investidores não profissionais e profissionais. Consistente com o conservadorismo, os investidores não profissionais reagiram de forma insuficiente nas estimativas no preço das suas ações para as divulgações não financeiras positivas, em comparação com investidores com conhecimento específico da tarefa. Em adição, não foi encontrada diferença significativa entre os dois grupos pelas divulgações negativas, no entanto, ambos os grupos reagiram mais às divulgações negativas do que as positivas, sugerindo um viés negativo na informação de avaliação. Os resultados desse estudo sugerem que o valor da divulgação aprimorada deste tipo pode não fluir igualmente para todos os usuários dos relatórios financeiros. Ademais, indicam que a intervenção regulatória para melhorar a divulgação a todos os investidores pode não ter o efeito desejado se o conservadorismo e a falta de conhecimento específico da tarefa afetarem negativamente suas tomadas de decisão.

Em outro estudo realizado no contexto das categorias de investidores, Dong (2017) investigou a confiança dos investidores nas divulgações voluntárias corporativas de informações não financeiras através de dois estudos que consistem em três experimentos, foi examinado até que ponto os investidores não profissionais confiam nas informações não financeiras divulgadas voluntariamente em relação às demonstrações financeiras obrigatórias e se sua confiança nas informações não financeiras depende de vários fatores antecedentes e de processo: experiência de investimento, horizonte de investimento e processo cognitivo. Os resultados revelaram que as decisões de investimento dos investidores são mais afetadas pela informação financeira do que por informação não financeira. Curiosamente, as divulgações não financeiras afetam mais os investidores com alta experiência do que os investidores com baixa experiência. Da mesma forma, o fornecimento de divulgações não financeiras leva a um

aumento do interesse no investimento em ações entre investidores com horizonte de investimento de longo prazo, mas não entre aqueles cujo horizonte de investimento é de curto prazo. Além disso, a falta de confiança na informação não financeira causada pelo horizonte de investimento de curto prazo é mais pronunciada para investidores com pouca experiência do que para investidores com elevada experiência. Consequentemente, a disponibilização de medidas de desempenho não financeiro não afeta as decisões de alocação de capital quando investidores com pouca experiência investem para obter retornos de curto prazo.

Ampliando as evidências empíricas da literatura sobre os efeitos das informações financeiras vs. informações de sustentabilidade nas decisões de investimentos, outros estudos focaram no processamento das informações em função do formato de divulgação e de diferentes situações financeiras. Dong (2017) examinou duas intervenções: uma intervenção exigia que os participantes avaliassem as empresas separadamente com base nas medidas financeiras e não financeiras, e a outra intervenção apresentava as medidas não financeiras num formato mais legível. Os resultados mostraram que nenhuma das intervenções por si só altera significativamente a influência das divulgações não financeiras para investidores com baixa experiência/curto prazo. No entanto, quando as duas intervenções são utilizadas em conjunto, a informação não financeira afeta significativamente as decisões de investimento desses investidores.

Ao considerar a influência das medidas não financeiras de ligação causal no uso que os investidores fazem das divulgações de informações não financeiras pela administração, Dong e Wong-On-Wing (2021) examinaram experimentalmente o efeito conjunto das ligações causais entre medidas não financeiras e o desempenho financeiro das empresas nas reações dos investidores às divulgações de informações não financeiras pela administração. Os resultados sugerem que as ligações causais interagem com o desempenho financeiro para afetar os julgamentos e decisões dos investidores. Em particular, as medidas não financeiras causalmente ligadas têm um efeito positivo nas decisões de investimento dos investidores apenas quando o desempenho financeiro da empresa é favorável, mas não quando é desfavorável. Este efeito positivo das ligações causais está associado à melhoria das percepções dos investidores sobre as perspectivas futuras da empresa divulgadora.

Arnold, Bassen e Frank (2012) analisaram a integração do relatório de sustentabilidade nos relatórios financeiros em um experimento com profissionais de investimento para investigar se uma desconexão entre demonstrações financeiras e relatórios de sustentabilidade leva a um efeito de ancoragem na avaliação da informação ESG. Os resultados mostraram que os usuários de relatórios separados de sustentabilidade ajustam integralmente suas avaliações ao nível de avaliação integrada de usuários de relatórios (financeiro e sustentabilidade) que se baseiam em informações sobre mau desempenho ESG. No entanto, nenhum dos usuários de relatórios independentes ajusta suas avaliações de acordo com informações sobre bom desempenho ESG. Assim, os usuários das demonstrações financeiras ancoram-se assimetricamente nos seus julgamentos sobre as informações financeiras ao avaliar informações ESG fornecidas em um relatório independente.

Em suma, a discussão da literatura empírica examinada anteriormente mostra que as informações do relatório de sustentabilidade, em particular as ambientais, sociais e de

governança, influenciam o processo decisório de investidores profissionais e não profissionais. Embora essas pesquisas tenham contribuído com a literatura explicando que o processo de julgamento e avaliação de investidores depende da categoria de investidores, nível de experiência, do formato de divulgação dos relatórios financeiros e de sustentabilidade e da situação financeira, não se sabe ainda como investidores processam informações à divulgação de riscos e de gestão de riscos ESG e julgam a avaliação de investimentos. As divulgações de riscos permitem que os gestores comuniquem os diversos riscos e ameaças que suas empresas enfrentam. Essas divulgações prospectivas ajudam os investidores a compreender melhor as operações de uma empresa além das informações veiculadas nas demonstrações financeiras (Tan e Yeo, 2023). Nos últimos anos, a sustentabilidade tem atraído cada vez mais a atenção dos participantes do mercado de capitais. Embora estudos de eventos tenham estabelecido que os preços das ações reagem às notícias sobre desempenho ambiental, social e de governança (ESG), outras evidências empíricas levantam a questão de saber se os participantes do mercado sempre processam racionalmente as informações ESG incluídas em um relatório de sustentabilidade (Arnold, Bassen e Frank, 2012).

2.2 Teoria e hipóteses

2.2.1 Efeitos da divulgação de gestão de riscos ESG

Seguindo a abordagem teórica de estudos da atribuição do campo da psicologia utilizada por Tan e Yeo (2023) no seu estudo sobre os efeitos da divulgação de gestão dos riscos e do tom da divulgação dos riscos, o presente estudo buscou também investigar os efeitos da divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo (isto é, a situação financeira da empresa) nos julgamentos e avaliação de investimentos. Esses estudos da teoria psicológica sugerem que a ausência ou presença de divulgação de gestão de riscos ESG poderia influenciar como os investidores respondem e processam a divulgação de riscos exigidos, levando a diferentes efeitos da divulgação. Em outros termos, a presença de divulgação de gestão de riscos ESG poderia chamar a atenção sobre o papel da empresa em contribuir, ou não, para prevenção de resultados negativos decorrentes da materialização do risco. Assim, as divulgações de gestão de riscos ESG poderiam influenciar a forma como os investidores processam e respondem às informações de risco (Creyer e Gurhan, 1997; Hastie, 1984; Kelly, 1973; Reeder e Fulks, 1980).

De acordo com Tan e Yeo (2023), as divulgações de gestão de riscos ESG descrevem as etapas tomadas para gerenciar um risco e prevenir sua ocorrência. Sem a materialização do risco, espera-se que a presença de divulgação de gestão de riscos ESG tenha um impacto positivo influenciando as percepções de risco dos investidores e um efeito positivo sobre julgamentos de avaliação de ações dos investidores por duas razões. Primeiro, a implementação de planos de gestão de riscos ESG poderia reduzir o impacto e/ou probabilidade de materialização do risco. Assim, os investidores poderiam reagir menos negativamente a um risco divulgado ao saber que ele é gerenciado pela empresa (Slovic, 1987; Slovic *et al.*, 1980). Em segundo lugar, a divulgação de gestão de riscos ESG comunica que a gestão contemplou o

risco e implementou estratégias para lidar com ele, o que sugere um maior grau de cuidado na gestão do risco. Pesquisa em psicologia descobriu que um maior grau de cuidado percebido resulta em condições mais favoráveis de avaliações do tomador de decisão (Reb e Connolly, 2010).

Examinando o efeito de fornecer divulgações de gestão de riscos ESG juntamente com divulgações de riscos sobre avaliação de ações dos investidores e como o tom da divulgação de risco influencia esse efeito, Tan e Yeo (2023) acharam que sem a materialização do risco, as divulgações de gestão de riscos ESG têm um efeito positivo nos julgamentos quando o tom de divulgação de riscos é positivo. Além disso, os investidores fornecem avaliações de ações mais baixas (mais altas) quando um tom positivo *versus* tom negativo é usado na ausência (presença) de divulgações de gestão de risco. No entanto, com as notícias negativas de materialização de risco, divulgações e tom de gerenciamento de risco não têm mais efeito nos julgamentos dos investidores.

Essa discussão sugere que no cenário experimental deste estudo que assume a não materialização do risco ESG, o efeito positivo da divulgação de gestão de riscos ESG na avaliação de investimento dos investidores será melhor quando há presença de uma estrutura de gestão de riscos voltada para as questões ambiental, social e governança do quando existe a sua ausência. A Figura 1 descreve os possíveis padrões de resultados com base nas nossas expectativas de resultado, e formulamos com base nisso como nossa primeira hipótese.

H1: Investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando há presença de divulgação de gestão de riscos ESG do que quando há ausência de divulgação de gestão de riscos ESG.

2.2.2 Efeitos do desempenho sustentável relativo

No contexto dos relatórios de sustentabilidade, o julgamento do desempenho financeiro de uma empresa pode representar uma âncora autogerada quando os usuários das demonstrações financeiras avaliam informações ESG fornecidas em um relatório de sustentabilidade independente e, como consequência, as decisões dos indivíduos acabam sendo enviesadas pelos seus julgamentos anteriores sobre os relatórios financeiros os indivíduos tendem a ser fortemente.

Desta forma, ao fazerem uma avaliação com a inclusão de informações ESG em um relatório de sustentabilidade, eles se comprometem com os julgamentos anteriores e podem ajustar seu julgamento de forma insuficiente e avaliar a empresa apenas com base em dados financeiros. No entanto, este efeito pode ser superado através da integração de dados ESG nas demonstrações financeiras para que os usuários das demonstrações financeiras avaliam dados financeiros e de ESG ao mesmo tempo (Arnold, Bassen e Frank, 2012).

Ainda, para Arnold, Bassen e Frank (2012), os efeitos das informações ESG na avaliação das empresas e o problema da insuficiência do ajuste para informações ASG incluídas em um relatório de sustentabilidade independente provavelmente será particularmente relevante em dois casos: quando o bom desempenho financeiro é acompanhado por um mau desempenho ESG e quando o mau desempenho financeiro é acompanhado por um bom desempenho ESG.

Pesquisas anteriores já estudaram comparativamente as reações do mercado em relação às informações econômico-financeiras e àquelas ambientais, sociais e de governança (Arnold, Bassen e Frank, 2012; Dong, 2017; Dong e Wong-On-Wing, 2021). Dong (2017) destaca que quando as informações financeiras e não financeiras são apresentadas em formato conjunto, a informação não financeira afeta significativamente as decisões de investimento dos investidores.

Explorando o efeito conjunto das ligações causais entre medidas não financeiras e o desempenho financeiro das empresas nas reações dos investidores às divulgações de informações não financeiras, Wong-On-Wing (2021) sugerem que as ligações causais interagem com o desempenho financeiro para afetar os julgamentos e decisões dos investidores. Em particular, as medidas não financeiras causalmente ligadas têm um efeito positivo nas decisões de investimento dos investidores apenas quando o desempenho financeiro da empresa é favorável, mas não quando é desfavorável. Este efeito positivo das ligações causais está associado à melhoria das percepções dos investidores sobre as perspectivas futuras da empresa divulgadora.

Ainda em relação ao efeito da ancoragem das informações financeiras, Arnold, Bassen e Frank (2012) destacaram que os usuários de relatório integrado (financeiro e sustentabilidade) realizam a avaliação reagindo mais a informações sobre mau desempenho ESG do que bom desempenho ESG. Adicionalmente, estudos de eventos que revelaram os preços das ações reagem às notícias sobre o desempenho ambiental, mas também que as reações positivas após boas notícias são menores do que as reações negativas após más notícias (Karpoff *et al.*, 2005; Klassen e McLaughlin, 1996). Diante dessa discussão, formulamos nossa segunda hipótese:

H2: Investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom.

2.2.3 Efeitos da divulgação de gestão de riscos ESG e do desempenho sustentável relativo

Os investidores são livres do viés de ancoragem das informações financeiras quando reagem às divulgações de indicadores de desempenho financeiro e de ESG em um relatório integrando relatórios financeiros e de sustentabilidade, mas reagem mais a informações sobre mau desempenho ESG do que bom desempenho ESG (Arnold, Bassen e Frank, 2012) e os efeitos de notícias boas sobre o desempenho ambiental são menores do que quando são más (Karpoff *et al.*, 2005; Klassen e McLaughlin, 1996). Também, em um experimento, Arnold, Bassen e Frank (2012), evidenciaram que os participantes não foram afetados por sobrecarga de informações quando dados financeiros e de ESG foram fornecidos simultaneamente. Particularmente, os autores sugeriram que o tempo gasto pelos participantes no caso não diferiu significativamente entre os diferentes tratamentos. Além disso, seria de esperar que a sobrecarga de informação fizesse os participantes desconsiderar os dados ESG relativamente incomuns (Eppler e Mengis, 2004; Sparrow, 1999).

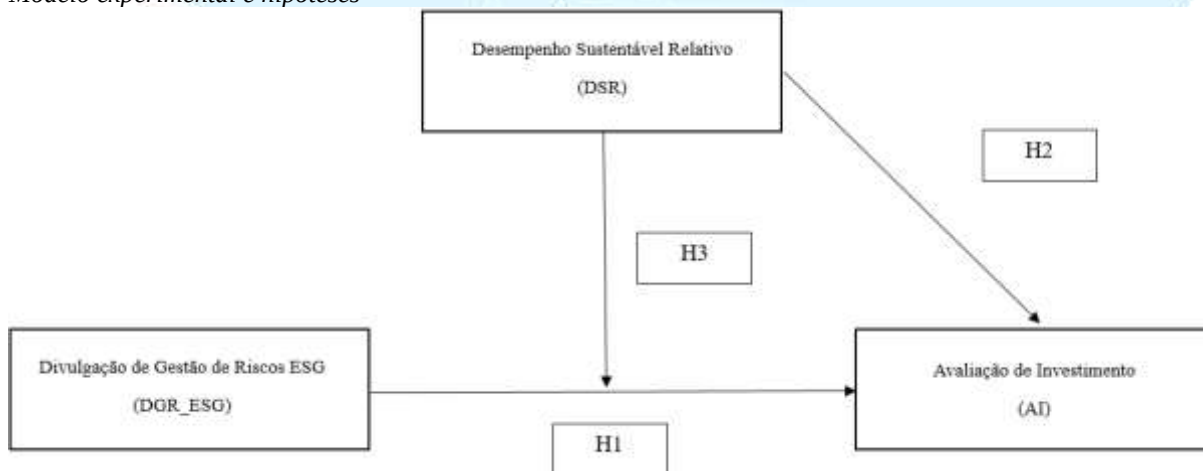
Portanto, um mau desempenho sustentável reflexo de indicadores ESG piores que os indicadores econômico-financeiros indicaria uma reação maior dos investidores do que quando

é o contrário. Nesse sentido, espera-se que os investidores sejam menos motivados a investir quando o desempenho sustentável relativo é bom do que quando é ruim, levando-os a focar mais nos indicadores econômico-financeiros mais comuns que refletem uma situação financeira positiva da companhia. Outro aspecto informacional que pode influenciar os investidores é o risco da empresa e Tan e Yeo (2023) afirmam que sem a materialização do risco, as divulgações de gestão de riscos ESG têm um efeito positivo nos julgamentos quando o tom de divulgação de riscos é positivo. Também, os investidores fornecem avaliações de ações mais baixas (mais altas) quando um resultado positivo *versus* tom negativo é usado na ausência (presença) de divulgações de gestão de risco.

Nesse sentido, espera-se que com a presença de divulgação de riscos ESG, os investidores irão avaliar melhor o investimento quando o desempenho sustentável é ruim devido ao foco dos indicadores econômico-financeiros bons em relação aos de ESG e aos argumentos dos estudos de atribuição da psicologia que sustentam que a presença de divulgação de gestão de riscos ESG irá chamar a atenção dos investidores sobre o papel da empresa em contribuir para prevenção de resultados negativos decorrentes da materialização do risco (Creyer e Gurhan, 1997; Hastie, 1984; Kelly, 1973; Reeder e Fulks, 1980). Entretanto, com base nesses argumentos apresentamos nossa terceira e última hipótese.

H3: A presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afeta em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom.

Figura 1
Modelo experimental e hipóteses



Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

Figura 2
Expectativa das hipóteses



Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

3 MÉTODO EXPERIMENTAL

3.1 Participantes

O presente estudo recrutou um total de 55 participantes de uma universidade pública da região nordeste do Brasil do curso de graduação em Ciências Contábeis como representantes de investidores não profissionais. Estudos já investigaram avaliação de investimento em mercado de ações utilizando alunos de graduação como parâmetro como investidor não profissional (Coram, 2009; Asay *et al.*, 2023). Os dados demográficos dos participantes revelam que 56% são de gênero feminino, a média de idade é de 25 anos (mínimo de 20 anos e máximo de 40 anos), 95% cursando graduação em Ciências Contábeis e 5% especialização na área de negócios e 62% possuem até 10 anos de experiência profissional. Os participantes levaram em média dez (10) minutos para responder os instrumentos do experimento.

3.2 Desenho, tarefa e procedimentos

Foi conduzido um experimento online com desenho fatorial 2 (ausência divulgação de gestão de riscos ESG vs. presença de divulgação de gestão de riscos ESG) por 2 (desempenho sustentável relativo bom vs. desempenho sustentável ruim) entre participantes para testar nossas hipóteses relacionadas a como investidores não profissionais avaliam investimento em ações da companhia diante das divulgações de relatório de gestão de riscos ESG e de indicadores financeiros e de sustentabilidade. Examinamos os julgamentos sobre a avaliação de investimento em ações de investidores não profissionais, pois o estudo está interessado nas consequências das divulgações de gestão de riscos ESG e de indicadores financeiros junto com os de sustentabilidade no mercado de ações.

Particularmente, esta pesquisa examina como investidores não profissionais reagem aos relatórios econômico-financeiros e de sustentabilidade quando a divulgação de gestão de riscos

ESG é presente ou não. Portanto, como será descrito a seguir, nosso desenho de pesquisa mantém a natureza do risco associado ao projeto da companhia constante para todas as condições experimentais e varia apenas o desempenho dos indicadores em termos bom ou ruim (indicadores de sustentabilidade bons em relação aos dos econômico-financeiros ruins ou indicadores de sustentabilidade ruins em relação aos dos econômico-financeiros bons) e a ausência ou presença de divulgação de gestão de riscos ESG.

No cenário experimental, ao assumir o papel de um investidor não profissional, o participante realizou avaliações de informações sustentáveis, econômico-financeiras e de investimento em uma companhia intitulada como Beta. Para tanto, lhe foi apresentado um cenário no qual mostrava informações gerais da empresa (setor, operações, localidade de suas unidades, posição no mercado, trajetória, etc.), em seguida, os participantes foram informados sobre a presença de um projeto de extração de sal-gema, o qual deixava a companhia Beta sujeita a riscos ambientais, de saúde e segurança. Além disso, foram apresentadas informações sobre indicadores relacionados ao desempenho econômico-financeiro e sustentável da companhia. Diante dessas informações, os participantes foram solicitados a responderem algumas perguntas de avaliação de investimento (ótimo ou péssimo investimento), desempenho ambiental, social e de governança (ESG) (muito fraco ou forte) e o desempenho econômico-financeiro geral da Beta (muito fraco ou forte), em uma escala *Likert* de 10 pontos. Além disso, foram solicitados a demonstrar seu nível de concordância ou discordância no que diz respeito a Companhia Beta possuir estrutura e mecanismos voltados para a gestão de riscos ESG.

Realizou-se um teste piloto com professores especialistas da área de contabilidade financeira, finanças e mercado de capitais. O teste visou garantir a qualidade e eficácia do questionário antes de ser aplicado para os participantes finais, considerando a experiência, a capacidade de análise crítica e o conhecimento acadêmico dos participantes, uma vez que eles possuem histórico de ensino e pesquisa na área do presente estudo.

Para a realização do experimento, os procedimentos consistiram em duas etapas. Na primeira etapa, utilizou a ferramenta *randomizer* para alocar as quatro condições experimentais aleatoriamente aos participantes com base na lista de e-mails dos alunos. Na segunda etapa, os instrumentos experimentais foram enviados para os e-mails institucionais dos alunos através do formulário *google forms*. E na terceira etapa, os participantes acessaram o *link* do *google forms* para a realização do experimento.

3.3 Variáveis independentes e manipulações

3.3.1 Manipulação do desempenho sustentável relativo

Manipulamos o desempenho sustentável relativo, mantendo iguais a natureza tanto dos indicadores econômico-financeiros quanto dos de sustentabilidade, mas usando variação positiva (crescimento) ou negativa (decréscimo) dependendo do indicador para descrever o resultado do seu comportamento ao longo de dois (2) anos. Para os participantes na condição de desempenho sustentável bom em relação ao desempenho econômico-financeiro ruim foram apresentados os seguintes indicadores: Índice de Impactos Ecológicos (-10,3%), Participação

de Negros, Pardos, Índios na Liderança (6%), Índice de fraudes (-5%); Geração de Fluxo de Caixa (-70%), Ativo Total (-43%), Lucro Líquido (-88%), etc. Por outro lado, àqueles na condição desempenho sustentável ruim em relação ao desempenho econômico-financeiro bom leram: Índice de Impactos Ecológicos (10,3%), Participação de Negros, Pardos, Índios na Liderança (-6%), Índice de fraudes (5%); Geração de Fluxo de Caixa (70%), Ativo Total (43%), Lucro Líquido (88%), etc.

3.3.2 Manipulação da divulgação de gestão riscos ESG

Manipulamos a divulgação de gestão de riscos ESG em dois níveis: presente e ausente. Na condição de presença de divulgação de gestão de riscos ESG, os participantes leram primeiro uma descrição das informações sobre as operações da companhia Beta e os riscos associados, bem como suas possíveis consequências. Na sequência, foi mostrado aos participantes da condição de presença de divulgação de gestão de riscos ESG um trecho intitulado “Planos de gestão de riscos ESG” sobre como a empresa gerencia o risco: “Diante dos riscos que Companhia Beta está exposta: (i) a Companhia estruturou uma área de Gestão de Riscos Corporativa.....(ii) a Companhia, como parte de seu programa de Conformidade, aprovou junto ao Conselho de Administração, em 25 de abril de 2018 (com aprovação de versão atualizada em 22 de junho de 2022), a Política Global de Gestão de Riscos, com base nas boas práticas de mercado preconizadas pela ISO 31000, pelo COSO ERM (Enterprise Risks Management) e pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa)...(iii) a Política Global de Gestão de Riscos tem o objetivo de estabelecer um processo de gestão cíclico e contínuo para identificar, entender, avaliar, priorizar, tratar, comunicar, monitorar e responder aos riscos que possam impactar o atingimento dos objetivos estabelecidos, buscando reduzir os níveis de exposição a perdas pela Companhia...”. Os participantes na condição de ausência de divulgação de gestão de riscos ESG não leram este trecho sobre como o risco é tratado.

3.4 Variável dependente

Nossa variável dependente é a avaliação de investimento que foi mensurada com os participantes respondendo a questão sobre “como você avaliaria um investimento em Beta” em uma escala *Likert* de 10 pontos.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Verificações de compreensão e manipulação

Para testar a eficácia da compreensão e das manipulações, foram feitas perguntas que os participantes tinham que responder após a leitura das informações gerais, da apresentação para investidores e das informações operacionais e riscos ESG; e da existência ou não de divulgação de gestão de riscos ESG sobre a Companhia Beta. Para a compreensão do cenário experimental, os participantes foram perguntados para responder “O projeto atual que a Companhia Beta opera é a comercialização de energia elétrica”, “Os negócios e operações da Companhia Beta estão

sujeitos a riscos”, “Esses riscos que a Companhia Beta está sujeita poderão resultar em danos ambientais, materiais e humanos, multas e sanções, incluindo perda de licença de operação, além de danos à imagem e reputação da Companhia”, “Consequentemente, esses riscos podem produzir um efeito adverso relevante sobre os resultados operacionais e situação financeira da Companhia Beta” e “Você concorda que o cenário da pesquisa foi muito claro?”. Os resultados mostram que 100% dos participantes entenderam que os negócios e operações da Companhia Beta estão sujeitos a riscos ambientais, de saúde e segurança enquanto 98% compreenderam que os riscos que a Companhia Beta está sujeita poderão resultar em danos ambientais, materiais e humanos, multas e sanções, incluindo perda de licença de operação, além de danos à imagem e reputação da Companhia e 100% perceberam que esses riscos podem produzir um efeito adverso relevante sobre os resultados operacionais e situação financeira da Companhia Beta. E por último, aproximadamente 93% concordaram que o cenário da pesquisa foi muito claro.

Em relação às manipulações da divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo, foram perguntados aos participantes para responder respectivamente se a Companhia Beta possui uma estrutura e mecanismos voltados para a gestão de riscos ESG (*Environmental, Social and Governance* = Ambiental, Social e Governança)? (em uma escala *Likert* de (1) Discordo Totalmente a (5) Concordo Totalmente) e avaliar o desempenho ambiental, social e de governança (ESG = *Environmental, Social and Governance*) e econômico-financeiro geral da Beta (em uma escala *Likert* de (1) Muito Fraco a (10) Muito Forte). Quanto à manipulação da divulgação de gestão de riscos ESG, os participantes na condição de presença de divulgação de gestão de riscos ESG perceberam mais embora de forma insignificante a existência de uma estrutura de gestão de riscos ESG na Companhia Beta do que aqueles na condição de ausência de divulgação de gestão de riscos ESG (81,48% para presença *versus* 70,37% para ausência), sugerindo que os participantes poderiam distinguir relativamente a existência da divulgação de gestão de riscos ESG pela administração da Companhia Beta conforme esperado. E por fim, no tocante à manipulação do desempenho sustentável relativo, os participantes na condição de desempenho econômico-financeiro bom em relação ao desempenho ambiental, social e governança avaliaram mais forte os indicadores econômico-financeiros e mais fraca os indicadores ambientais, sociais e governança de forma significativa do que aqueles na condição de desempenho econômico-financeiro ruim em relação aos indicadores de desempenho ambiental, social e governança (para os indicadores de desempenho ESG; $M = 7,70$ para bom *versus* $M = 5,15$ para ruim; $t = -4.93$, $p < 0.00$ e para os indicadores econômico-financeiros; $M = 7,70$ para bom *versus* $M = 5,15$ para ruim; $t = -4.93$, $p < 0.00$).

4.2 Estatística descritiva e análise das hipóteses

4.2.1 Estatística descritiva da avaliação de investimento pela divulgação de gestão de riscos ESG e pelo desempenho sustentável relativo

A Tabela 1 apresenta a média e o desvio padrão da avaliação de investimento pela divulgação de gestão de riscos ESG e pelo desempenho sustentável relativo. Em relação à divulgação de gestão de riscos ESG, a tabela apresenta o resultado esperado; a média da

avaliação de investimento é maior na condição de presença de divulgação de gestão de riscos ESG (6,30) do que na condição de ausência de divulgação de gestão de riscos ESG (5,54). Uma análise preliminar mostra que a média da condição de presença de divulgação de gestão de riscos ESG é marginalmente maior que a média da condição de ausência de divulgação de gestão de riscos ESG ($t=1,32$; $p=0,09$). Este resultado indica que a média da avaliação de investimento difere dependendo da presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG.

Tabela 1

Média (Desvio-Padrão) da avaliação de investimento pela divulgação de gestão de riscos ESG e pelo desempenho sustentável relativo

Divulgação de Gestão de Riscos ESG	Desempenho Sustentável Relativo		
	Bom	Ruim	Total
Presença			
Média	5,67	6,69	6,30
Desvio-Padrão	(2,39)	(1,55)	(1,98)
N	[12]	[15]	[27]
Ausência			
Média	5,19	6,00	5,54
Desvio-Padrão	(2,43)	(2,04)	(2,27)
N	[16]	[12]	[28]
Total			
Média	5,39	6,44	5,91
Desvio-Padrão	(2,38)	(1,76)	(2,15)
N	[28]	[27]	[55]

Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

4.2.2 Testes de hipóteses

A Tabela 2 apresenta o resultado geral da análise de variância (Anova) do modelo experimental e relata uma insignificância da avaliação de investimento pela divulgação de gestão de riscos ESG (DGR) e desempenho sustentável relativo (DSR) entre divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo ($F_{1,51} = 1.57$, $p = 0.20$). No entanto, a avaliação de investimento com a presença de divulgação de gestão de riscos ESG é maior que aquela com a ausência de divulgação de gestão de riscos ESG ($M = 5.67$ vs. $M = 5.19$).

Tabela 2

ANOVA do modelo experimental

Fonte da variação	SQ	gl	MQ	F	valor-P	F crítico
-------------------	----	----	----	---	---------	-----------

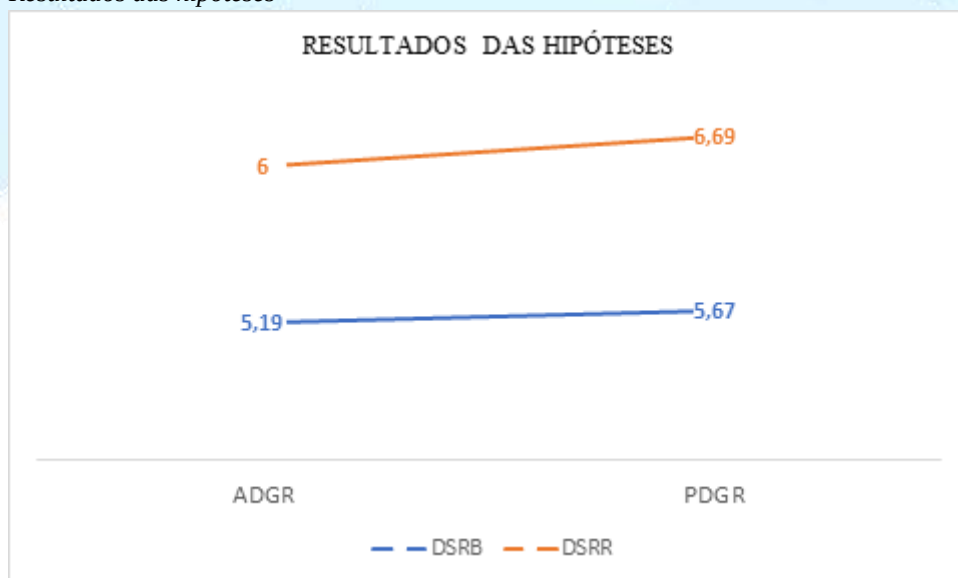
Entre grupos	21,04129	3	7,013763	1,572287	0,207448649	2,786229
Dentro dos grupos	227,5042	51	4,460866			
Total	248,5455	54				

Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

4.2.2.1 Teste da hipótese 1 (H1)

A Hipótese 1 (H1) previu que os investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando há presença de divulgação de gestão de riscos ESG do que quando há ausência de divulgação de gestão de riscos ESG. As avaliações de investimento dos participantes são representadas graficamente na Figura 3 e relatadas na Tabela 3.

Figura 3
Resultados das hipóteses



Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

De acordo com a Tabela 3, a divulgação de gestão de riscos ESG não teve um efeito significativo na avaliação de investimento (5,54 para DGR ausente vs. 6,30 para presente; $F_{1,51} = 1.78251$, $p = 0,19$), o que sugere que a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento pela ausência ou presença.

4.2.2.2 Teste da hipótese 2 (H2)

A Hipótese 2 (H2) previu que investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é

ruim do que quando é bom. Segundo a Tabela 3, o desempenho sustentável relativo teve um efeito marginalmente significativo na avaliação de investimento (6,44 para DSR ruim vs. 5,39 para DSR bom; $F_{1,51} = 3.407458$, $p = 0,07$). No entanto, os resultados revelaram que a avaliação de investimento foi marginalmente influenciada pelo desempenho sustentável relativo. Esses resultados mostram que o desempenho econômico-financeiro bom vs. desempenho ESG ruim influenciou uma avaliação melhor do investimento do que o desempenho econômico-financeiro ruim vs. desempenho ESG bom.

4.2.2.3 Teste da hipótese 3 (H3)

A Hipótese 3 (H3) previu que a presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afeta em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom. A Tabela 3 relata uma interação insignificante entre divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo ($F_{1,51} = -5.18997$, $p = 1.00$). Esses resultados sugerem que a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento quando o desempenho sustentável é ruim ou bom.

Tabela 3

Resultados da ANOVA do modelo experimental com a média da avaliação de investimento como variável dependente

Fator	df	MS	F	p-Value
Divulgação de gestão de riscos ESG	1	7.951539	1.78251	0.19
Desempenho sustentável relativo	1	15.20022	3.407458	0.07
Divulgação de gestão de riscos ESG * Desempenho sustentável relativo	1	-23.1518	-5.18997	1.00
Erro	51	4.460867		

Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

A Tabela 4 descreve o resultado dos testes dos efeitos simples e constata-se que apenas “o efeito simples do desempenho sustentável relativo quando a divulgação de riscos ESG é presente” mostrou se marginalmente significativo ($t_{51} = -1.51$, $p = 0.07$ em $p < 0.05$) e significativo (em $p < 0.10$). Ou seja, os 15 participantes que receberam informações sobre o desempenho sustentável relativo ruim (desempenho ESG ruim em relação ao desempenho econômico-financeiro) (Média = 6,69; DesvPad = 1,55) avaliaram melhor o investimento na presença de divulgação de gestão de riscos ESG em comparação com os 12 participantes que receberam informações sobre o desempenho sustentável bom (Média = 5,67; DesvPad = 2,39).

Tabela 4

Testes dos efeitos simples

Fator	MS	t	p-Value
Efeito da divulgação de gestão de riscos ESG quando o desempenho sustentável relativo é bom	5.81	-0.52	0.30
Efeito da divulgação de gestão de riscos ESG quando o desempenho sustentável relativo é ruim	3.06	-1.18	0.12
Efeito do desempenho sustentável relativo quando a divulgação de gestão de riscos ESG é ausente	5.17	-0.93	0.17
Efeito do desempenho sustentável relativo quando a divulgação de gestão de riscos ESG é presente	3.72	-1.51	0.07* (**)

* O resultado não é significativo em $p < 0.05$, porém marginalmente significativo.

** $t = -1.51$, $p = 0.07$. O resultado é significativo em $p < 0,10$.

Fonte: Elaborada pela autora, 2024.

4.3 Discussão dos resultados

Os testes das hipóteses de efeitos da divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo na avaliação de investimento não se mostraram significantes no presente estudo, porém os achados da estatística descritiva corroboram com a teoria desenvolvida no estudo. Primeiro, os achados revelam que os investidores não profissionais avaliam melhor o investimento em média na presença de divulgação de gestão de riscos ESG ($M = 6,30$; $DP = 1,98$) do que na ausência de divulgação de gestão de riscos ESG ($M = 5,54$; $DP = 2,27$). Esses resultados corroboram com a teoria desenvolvida a partir dos estudos de atribuição da psicologia (Creyer e Gurhan, 1997; Hastie, 1984; Kelly, 1973; Reeder e Fulks, 1980) verificada nas evidências encontradas por Tan e Yeo (2023) de que os investidores fornecem avaliações de ações mais baixas (mais altas) quando um tom positivo (tom negativo) é usado na ausência (presença) de divulgações de gestão de risco. No nosso estudo, empregou-se o tom negativo destacando que “Os negócios e operações da Companhia estão sujeitos a riscos ambientais, de saúde e segurança, e podem gerar impactos às comunidades, desde suas operações regulares, bem como na gestão dos passivos ambientais existentes, que poderão resultar em danos ambientais, materiais e humanos, multas e sanções, incluindo perda de licença de operação, além de danos à imagem e reputação da Companhia, o que poderia produzir um efeito adverso relevante sobre os resultados operacionais e situação financeira da Companhia”, o que na presença de divulgação de gestão de riscos ESG levaram os investidores a avaliar melhor o investimento.

Segundo os resultados mostraram também que o desempenho sustentável relativo teve um efeito marginalmente significativo na avaliação de investimento ($6,44$ para DRR ruim vs. $5,39$ para bom; $F_{1,51} = 3.407458$, $p = 0,07$), o que confirma a influência dos indicadores econômico-financeiros comuns diante de uma má situação dos indicadores ESG. Essa evidência divergiram com os achados de Arnold, Bassen e Frank (2012) no que se refere a mais reações a informações sobre mau desempenho ESG do que bom desempenho ESG, ou seja, no presente estudo, os investidores não profissionais se dispuseram a investir mais pelo efeito dos

indicadores econômico-financeiros comuns em uma situação favorável do que pelo mau desempenho dos indicadores ESG como má notícia para o mercado que, em tese, geraria um efeito negativo (Karpoff et al., 2005; Klassen e McLaughlin, 1996).

Terceiro, a constatação de uma interação insignificante entre divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo sugeriu que a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento em função do desempenho sustentável relativo. Embora este achado diverge com a interação significativa entre a divulgação de gestão de riscos e tom do risco encontrada por Tan e Yeo (2023), esta presente pesquisa sugere que, em média, a presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afetou em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom, ou seja, a influência do desempenho econômico-financeiro bom vs. desempenho ESG ruim teve efeito positivo na média da avaliação de investimento quando a divulgação de gestão de riscos ESG é presente do quando é ausente, mostrando assim que os investidores ancoram-se aos indicadores econômico-financeiros bons muito mais do que nos indicadores ESG bons na avaliação de investimento.

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES

O presente estudo examinou o efeito de fornecer divulgações de gestão de riscos ESG juntamente com indicadores de desempenho econômico-financeiro e ambiental, social e governança (*Environmental, Social and Governance*) na avaliação de investimento de investidores não profissionais. Argumentou-se com base em estudos de atribuição da psicologia que a avaliação de investimento é melhor quando há presença de divulgação de gestão de riscos ESG do que quando há ausência de divulgação de gestão de riscos ESG, quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é bom do que quando é ruim e a presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afeta em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom.

A Hipótese 1 (H1) testou se os investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando há presença de divulgação de gestão de riscos ESG do que quando há ausência de divulgação de gestão de riscos ESG e constatou-se que a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento pela ausência ou presença. Quanto à hipótese 2 (H2), buscou-se confirmar que investidores não profissionais avaliam melhor o investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é bom do que quando é ruim e as evidências mostraram que a avaliação de investimento foi marginalmente influenciada pelo desempenho sustentável relativo. E por fim, na hipótese 3 (H3), testou-se se a presença ou ausência de divulgação de gestão de riscos ESG afeta em grau maior a avaliação de investimento quando o desempenho ESG em relação ao desempenho econômico-financeiro é ruim do que quando é bom e os resultados sugeriram que a divulgação de gestão de riscos ESG não influenciou a avaliação de investimento quando o desempenho sustentável é ruim ou bom.

Como conclusão, o estudo revela que a divulgação de gestão de riscos ESG, embora não significante estatisticamente, mostrou-se que pode ser levado em consideração na avaliação de investimento, uma vez que a avaliação de investimento em média foi maior na condição de presença de divulgação de riscos ESG do que na ausência de divulgação de riscos ESG. Com base nos estudos anteriores, nossos resultados confirmaram marginalmente que os indicadores econômico-financeiros considerados mais comuns que os indicadores ESG influenciaram mais os investidores não profissionais quando o desempenho sustentável é ruim do que quando é bom. Além disso, os resultados não mostraram significância estatística quanto à interação esperada entre divulgação de gestão de riscos ESG e desempenho sustentável relativo.

O presente estudo apresentou a amostra de participantes como limitação e como sugestões para futuras pesquisas, recomenda-se testar as nossas hipóteses em um cenário em que a tonalidade de riscos ESG ou probabilidade dos riscos são manipulados.

REFERÊNCIAS

- Arnold, M. C., Bassen, A., & Frank, R. (2012). Integrating sustainability reports into financial statements: an experimental study. *Available at SSRN 2030891*.
- Asay, H. S., Hales, J., Hinds, C., & Rugar, K. (2023). Nonprofessional investor judgments: Linking dependent measures to constructs. *The Accounting Review*, 98(7), 1-32.
- Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *The British accounting review*, 50(1), 16-31.
- Clarkson, P., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. D. (2010). The relevance of environmental disclosures for investors and other stakeholder groups: are such disclosures incrementally informative?. *Available at SSRN 1687475*.
- Cohen, J. R., Holder-Webb, L., & Zamora, V. L. (2015). Nonfinancial information preferences of professional investors. *Behavioral Research in Accounting*, 27(2), 127-153.
- Coram, P. J. (2010). The effect of investor sophistication on the influence of nonfinancial performance indicators on investors' judgments. *Accounting & Finance*, 50(2), 263-280.
- Creyer, E. H., & Gürhan, Z. (1997). Who's to blame? Counterfactual reasoning and the assignment of blame. *Psychology & Marketing*, 14(3), 209-222.
- Crifo, P., Forget, V. D., & Teyssier, S. (2015). The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. *Journal of Corporate Finance*, 30, 168-194.
- De Villiers, C., Venter, E. R., & Hsiao, P. C. K. (2017). Integrated reporting: background, measurement issues, approaches and an agenda for future research. *Accounting & Finance*, 57(4), 937-959.
- Dong, L., & Wong-On-Wing, B. (2021). Does causally linking nonfinancial measures influence investors' use of management's disclosures of nonfinancial information?. *Accounting & Finance*, 61, 2269-2299.

- Dong, L. (2017). Understanding investors' reliance on disclosures of nonfinancial information and mitigating mechanisms for underreliance. *Accounting and Business Research*, 47(4), 431-454.
- Esch, M., Schnellbacher, B., & Wald, A. (2019). Does integrated reporting information influence internal decision making? An experimental study of investment behavior. *Business Strategy and the Environment*, 28(4), 599-610.
- Hastie, R. (1984). Causes and effects of causal attribution. *Journal of personality and social psychology*, 46(1), 44.
- IFRS. (2024, abril). ISSB to commence research projects about risks and opportunities related to nature and human capital. IFRS. <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2024/04/issb-commence-research-projects-risks-opportunities-nature-human-capital/>
- JAFFAR, M. (2023). *The willingness to pay for ESG. The impact of ESG on the financial metrics* (Master's thesis, uis).
- Karpoff, J. M., Lott, Jr, J. R., & Wehrly, E. W. (2005). The reputational penalties for environmental violations: Empirical evidence. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 653-675.
- Kelley, H. H. (1973). The processes of causal attribution. *American psychologist*, 28(2), 107.
- Khemir, S., Baccouche, C., & Ayadi, S. D. (2019). The influence of ESG information on investment allocation decisions: An experimental study in an emerging country. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 458-480.
- Klassen, R. D., & McLaughlin, C. P. (1996). The impact of environmental management on firm performance. *Management science*, 42(8), 1199-1214.
- KPMG. (2023, dezembro). O papel da gestão de riscos empresariais na abordagem ESG. KPMG. <https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/12/papel-gestao-riscos-corporativos-abordagem-esg.html>
- Reeder, G. D., & Fulks, J. L. (1980). When actions speak louder than words: Implicational schemata and the attribution of ability. *Journal of Experimental Social Psychology*, 16(1), 33-46.
- Reimsbach, D., Hahn, R., & Gürtürk, A. (2018). Integrated reporting and assurance of sustainability information: An experimental study on professional investors' information processing. *European accounting review*, 27(3), 559-581.
- Tan, H. T., & Yeo, F. (2023). You have been forewarned! The effects of risk management disclosures and disclosure tone on investors' judgments. *Accounting, Organizations and Society*, 105, 101400.
- Velte, P., & Stawinoga, M. (2017). Integrated reporting: The current state of empirical research, limitations and future research implications. *Journal of Management Control*, 28, 275-320.
- Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does integrated reporting matter to the capital market?. *Abacus*, 53(1), 94-132.