



MARIANA MEDEIROS DANTAS DE MELO

**DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E
SUA RELAÇÃO COM OS INVESTIMENTOS SOCIOAMBIENTAIS E A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE DE
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) DA BM&FBOVESPA**

NATAL/RN

2014

MARIANA MEDEIROS DANTAS DE MELO

**DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E
SUA RELAÇÃO COM OS INVESTIMENTOS SOCIOAMBIENTAIS E A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE DE
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) DA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, em cumprimento às exigências para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof^a. Dr^a Aneide Oliveira Araújo.

NATAL/RN

2014

Catálogo da Publicação na Fonte.
UFRN / Biblioteca Setorial do CCSA

Melo, Mariana Medeiros Dantas de.

Divulgação de informações da sustentabilidade empresarial e sua relação com os investimentos socioambientais e a governança corporativa das empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA/ Mariana Medeiros Dantas de Melo. - Natal, RN, 2014.
118 f.

Orientador(a): Prof^ª. Dr^ª. Aneide Oliveira Araújo.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Programa Multi-institucional e inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis.

1. Governança corporativa - Dissertação. 2. Disclosure da sustentabilidade - Dissertação. 3. Investimentos socioambientais - Dissertação. I. Araújo, Aneide Oliveira. II. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. III. Título.

RN/BS/CCSA

CDU 658.15

MARIANA MEDEIROS DANTAS DE MELO

**DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES DA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E
SUA RELAÇÃO COM OS INVESTIMENTOS SOCIOAMBIENTAIS E A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE DE
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) DA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, em cumprimento às exigências para a obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO AVALIADORA:

Prof^a. Dr^a. Aneide Oliveira Araújo
Orientadora
(UnB/UFPB/UFRN)

Prof^a Dr^a. Márcia Reis Machado
Membro Examinador Interno
(UnB/UFPB/UFRN)

Prof^o Dr. Afrânio Galdino de Araújo
Membro Examinador Externo
(UFRN)

**NATAL - RN
2014**

Aos meus pais, José Dantas e Maria José, que desde os meus primeiros passos me educaram com sabedoria, amor e dedicação.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por me iluminar, dar forças e coragem para vencer mais um desafio.

Aos meus pais, por muitas vezes abdicarem de seus sonhos para realizarem os meus, juntamente com minha irmã Cecília tiveram paciência para a concretização dessa etapa.

A todos os familiares pelas palavras de conforto, atenção e carinho recebidas neste momento.

Ao meu namorado, Emídio Júnior, pelo incentivo e compreensão.

À professora orientadora, Dra. Aneide Oliveira Araújo, pelas valiosas contribuições e sugestões durante o desenvolvimento desta pesquisa.

Ao professor Dr. Erivan Ferreira Borges, coordenador regional do Programa no Rio Grande do Norte, pela disponibilidade e apoio na concretização deste trabalho.

Aos professores, Dr. Adilson Tavares, Dr. Aldo Callado, Dr. Edilson Paulo, Dr. José Dionísio, Dra. Márcia Reis, Dr. Paulo Roberto Cavalcante, Dra. Renata Paes, pelos valiosos ensinamentos, que muito contribuíram na realização deste estudo.

À professora Joana D'Arc Medeiros Martins por todo aprendizado durante a prática docente.

Ao Departamento de Ciências Contábeis da UFRN, na figura dos professores Anailson e Mascarenhas por todo apoio, para que fosse possível conciliar as atividades docentes com a realização deste trabalho.

Aos amigos da Turma 24 deste Programa de Pós Graduação, com quem compartilhei bons momentos de estudo, angústias, alegrias e preocupações: Ailza, Alan, Ayron, Célio, Emanuel, Evelyne, Fábria, Gabriel, Jane, Jaqueline, Kallyse, Lis, Marcos, Marke, Sulamita, Roberto, Rodrigo e Wellington. Nossa união e amizade durante os momentos difíceis e de aprendizagens foram essenciais para concretização desta jornada.

Aos integrantes da banca examinadora pela leitura atenta e contribuições ao trabalho.

A Ridan, secretária da Coordenação regional do Programa no RN, pela atenção e presteza no atendimento às solicitações.

À Profa. Edilva Santos, pela leitura e valiosa revisão do texto.

A todos, obrigada!

De tudo ficaram três coisas...
A certeza de que estamos começando...
A certeza de que é preciso continuar...
A certeza de que podemos ser interrompidos antes de terminar...
Façamos da interrupção um caminho novo...
Da queda, um passo da dança...
Do medo, uma escada...
Do sonho, uma ponte...
Da procura, um encontro!
Fernando Sabino

RESUMO

O objetivo deste estudo consiste em analisar a relação entre a divulgação sob a perspectiva da sustentabilidade empresarial com investimentos socioambientais e governança corporativa das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA. Para isso, foi utilizada a análise de conteúdo dos relatórios anuais e de sustentabilidade com o intuito de mensurar o *disclosure* a partir da métrica desenvolvida por Murcia (2009). Essa métrica trata de informações voluntárias, mas pode-se aplicar nesse estudo considerando que as informações relativas à sustentabilidade também são voluntárias. As características da governança corporativa estudadas são a presença do comitê de sustentabilidade e o nível de governança em que as companhias estão incluídas. Os investimentos socioambientais foram extraídos do balanço social modelo Ibase, focando-se os investimentos sociais externos, e os investimentos ambientais foram identificados através do balanço social e também através do indicador EN30 do modelo GRI. A amostra é composta por vinte e cinco empresas que compõem a carteira do ISE, analisadas no período de 2010 a 2012. Após a análise descritiva do *disclosure*, dos investimentos socioambientais e das características da governança corporativa, foi utilizada a regressão com dados em painel para verificar a relação entre essas variáveis. Os resultados mostram que os investimentos socioambientais foram estatisticamente significantes, influenciando a divulgação das informações relativas à sustentabilidade empresarial. Isso reforça a associação entre a teoria da divulgação e a teoria da legitimidade, uma vez que as organizações necessitam legitimar suas atividades no ambiente em que atuam, utilizando a divulgação de informações relativas à sustentabilidade empresarial para legitimar esse processo. As características da governança corporativa analisadas não apresentaram significância estatística, ou seja, neste estudo elas não explicam a variação no *disclosure* das companhias analisadas. Esse assunto não foi esgotado com este estudo, apresentando como sugestões para trabalhos futuros a inclusão de outras características da governança corporativa com a finalidade de constatar sua influência no *disclosure* das companhias, bem como analisar o impacto dos investimentos socioambientais na divulgação considerando a sua destinação.

Palavras-chave: *Disclosure* da sustentabilidade. Governança corporativa. Investimentos socioambientais.

ABSTRACT

The purpose of this study consists in analyze the roll between the divulgation under the perspective of the corporate sustainability with environmental investments and corporate governance of listed companies in the Corporate Sustainability Index of BM&F BOVESPA. For this, it was used the analysis of the content of the annual reports and sustainability with the intention to measure the disclosure from the metrics developed by Murcia (2009). This metrics deals with voluntary information, but it can be applied in this study considering that the information on sustainability is also voluntary. The characteristics of the studied corporate governance are the presence of the sustainability committee and the level of governance in which the companies are included. The social and environmental investments were extracted of the social balance IBASE model, focusing on the external social investments, and environmental investments were identified through the social balance and also by the Indicator EN30 of the model GRI. The sample consists of twenty- five companies that comprise the ISE portfolio, analyzed in the period from 2010 to 2012. After the descriptive analysis of the disclosure, of the social and environmental investments and of the characteristics of the corporate governance, it was used the regression with panel data to check the relationship between these variables. The results show that the socio and environmental investments were statistically significant, influencing the divulgation of the information on corporate sustainability. This reinforces the association between the theory of diffusion and theory of legitimacy, once the organizations need to legitimize their activities on the place in which they operate, using the diffusion of information relating to corporate sustainability to legitimize this process. The characteristics of corporate governance analyzed were not statistically significant, in other words, in this study they don't explain the variation in disclosure of the analyzed companies. This subject was not finished with this study, presenting as suggestions for future works the inclusion of other features of corporate governance with the purpose to verify its influence on the disclosure of the companies, as well as analyzing the impact of the social and environmental investments in the diffusion considering its destination.

Keywords: Disclosure of sustainability. Corporate governance. Social and Environmental investments.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Versão institucional da sustentabilidade.....	26
Figura 2 – Versão ideológica da sustentabilidade.....	27
Figura 3 – Versão acadêmica da sustentabilidade.....	27
Figura 4 – Relação entre as teorias.....	38
Figura 5 – Mecanismos de governança corporativa.....	42

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – NDGC da BM&F Bovespa.....	46
Quadro 2 – Empresas estudadas.....	52
Quadro 3 – Métrica para Análise do Disclosure: informações econômicas.....	55
Quadro 4 – Métrica para Análise do Disclosure: informações ambientais.....	56
Quadro 5 – Métrica para Análise do Disclosure: Informações Sociais.....	57
Quadro 6 – Resumo das variáveis estudadas e hipóteses de pesquisa.....	63
Quadro 7 – Síntese das variáveis analisadas.....	98

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Percentual de divulgação das empresas, segundo categorias no triênio 2010- 2012.....	67
Tabela 2 – Percentual de informações financeiras divulgadas no triênio 2010-2012.....	70
Tabela 3 – Percentual de informações divulgadas da Governança Corporativa no triênio 2010-2012.....	71
Tabela 4 – Percentual de divulgação de informações ambientais no triênio 2010-2012.....	73
Tabela 5 – Percentual de informações sociais divulgadas no triênio 2010-2012.....	77
Tabela 6 – <i>Ranking do Disclosure: Informações Econômicas</i>	79
Tabela 7 – <i>Ranking do Disclosure: Informações Ambientais</i>	80
Tabela 8 – <i>Ranking do Disclosure: Informações Sociais</i>	80
Tabela 9 – <i>Ranking do Disclosure da Sustentabilidade</i>	81
Tabela 10 – Investimentos sociais externos.....	82
Tabela 11 – Destinação predominante dos investimentos sociais externos.....	85
Tabela 12 – Investimentos ambientais.....	87
Tabela 13 – Destinação predominante dos investimentos ambientais.....	90
Tabela 14 – Matriz de correlação.....	94
Tabela 15 – Testes de especificação do modelo.....	95
Tabela 16 – Resultados do modelo de regressão com dados em painel.....	96

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Percentual de investimentos sociais externos (IS).....	84
Gráfico 2 – Percentual de investimentos ambientais (IA).....	89
Gráfico 3 – Comitê de Sustentabilidade segunda a presença ou ausência nas empresas.....	92
Gráfico 4 – Número de empresas estudadas por nível de governança corporativa.....	93

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
ANATEL	Agência Nacional de Telecomunicações
CESP	Companhia Energética de São Paulo
CMMAD	Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
COMITÊ	Comitê de Sustentabilidade
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DISC	<i>Disclosure</i> da Sustentabilidade
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
EDP	Energias do Brasil
ENDIV	Endividamento
GEE	Gases de Efeito Estufa
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IA	Investimentos Ambientais
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IDADE	Idade da empresa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IS	Investimentos Sociais
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
IIED	International Institute of Environment and Development
NDGCC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado
OECD	Organization for Economic Co-Operation and Development
ONU	Organização das Nações Unidas
PIA	Parcela de Investimentos Ambientais
PIS	Parcela de Investimentos Sociais
RL	Receita Líquida do período
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
SAC	Serviço de Atendimento ao Consumidor
TAM	Tamanho da empresa
TISE	Tempo no ISE
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>

WBCSD

Conselho Mundial de Negócios para o Desenvolvimento Sustentável

WCED

Comissão Mundial de Desenvolvimento Ambiental

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA.....	17
1.2 OBJETIVOS.....	21
1.2.1 Geral	21
1.2.2 Específicos	21
1.3 JUSTIFICATIVA.....	21
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	23
2 REVISÃO DA LITERATURA	25
2.1 DIMENSÕES DA SUSTENTABILIDADE E SEU REFLEXO NA DIVULGAÇÃO..	25
2.2 AS MOTIVAÇÕES PARA A DIVULGAÇÃO: A TEORIA DA DIVULGAÇÃO E A TEORIA DA LEGITIMIDADE.....	32
2.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL.....	39
2.3.1 A governança corporativa no Brasil	44
2.4 ESTUDOS RECENTES.....	47
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	51
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	51
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E DO PERÍODO DE ESTUDO.....	51
3.3 BASE DE DADOS E TÉCNICA PARA COLETA DE INFORMAÇÕES.....	53
3.4 VARIÁVEIS ANALISADAS E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA.....	54
3.4.1 Variável dependente: <i>Disclosure</i> da sustentabilidade (DISC)	54
3.4.2 Variáveis explicativas	58
3.5 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS: REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL.....	63
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	66
4.1 ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE <i>DISCLOSURE</i> DA SUSTENTABILIDADE.....	66
4.1.1 Práticas de <i>disclosure</i>: informações econômicas	66
4.1.2 Práticas de <i>disclosure</i>: informações ambientais	72
4.1.3 Práticas de <i>disclosure</i>: informações sociais	77
4.1.4 <i>Ranking</i> do <i>disclosure</i> das empresas analisadas	79
4.2 INVESTIMENTOS SOCIOAMBIENTAIS.....	82

4.2.1 Investimentos sociais	82
4.2.2 Investimentos ambientais	86
4.3 CARACTERÍSTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	91
4.4 ANÁLISE DE REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL	94
4.4.1 Resultados das estimações	96
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	100
REFERÊNCIAS	104

1 INTRODUÇÃO

Nesta seção, busca-se contextualizar a pesquisa fazendo-se uma breve reflexão sobre o impacto da sustentabilidade nas organizações. Enuncia-se o problema da investigação, os objetivos traçados, assim como se justificam os motivos do referido estudo.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA

A globalização possibilita conectar sociedades, mas, ao mesmo tempo, problemas ambientais transcendem territórios nacionais e impõem sérios desafios à saúde do planeta (FIROZ; ANSARI, 2010). O termo "sustentabilidade" está relacionado, na visão de Crowther (2002), ao atendimento das necessidades presentes sem afetar a disponibilidade dos recursos no futuro. Nesse sentido, refere-se ao consumo racional dos recursos naturais para garantia de utilização dos mesmos por gerações futuras.

Para Mather et al (2011), os efeitos da Revolução Industrial, dentre eles o rápido desenvolvimento provocou a degradação ambiental acelerada e despertou e expandiu a consciência social e coletiva acerca de impactos ambientais e sociais adversos.

A Conferência de Estocolmo, ocorrida em 1972, modificou o pensamento econômico predominante na maior parte das organizações, originando os primeiros conceitos de sustentabilidade. A partir desse momento, as empresas também incorporaram questões sociais e ambientais à cultura organizacional (WCED, 1987).

No entanto, as práticas sustentáveis foram difundidas principalmente após a criação da Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento – CMMAD – por meio da Organização das Nações Unidas – ONU. Em 1987; através dessa Comissão, o conceito de Desenvolvimento Sustentável foi adotado no relatório *Our Common Future*, conhecido mundialmente como Relatório *Brundtland* (GRAY, 2010).

A principal ideia do Relatório *Brundtland* (1988) é alertar a sociedade quanto ao atendimento das necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras também atenderem as suas próprias necessidades, já que evitar a degradação ambiental seria uma tarefa comum a toda a humanidade.

Em 1992, o apoio internacional à sustentabilidade suscitou a Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, no Rio de Janeiro, popularmente conhecida como Eco-92. Segundo Young (2000), o resultado dessa conferência foi o desenvolvimento

de um plano de ação que se tornou conhecido como Agenda 21, e teve o intuito de traçar metas para se alcançar o desenvolvimento sustentável no século 21.

Skanavis *et al* (2011) constatam que os primeiros países da Europa a implantá-la foram a Irlanda e a Suécia. Na Dinamarca dois terços de seus municípios já a inseriram como prioridade, e no Reino Unido foi estabelecida em 90% do seu território, proporcionando o desenvolvimento sustentável em nível local. Os autores expõem que, embora ganhos consideráveis tenham sido feitos em algumas áreas de desenvolvimento sustentável, muitos problemas continuam sem solução quase 20 anos após a ideia da Agenda 21.

Diante desse contexto, as entidades também se preocuparam com essa situação, adotando estratégias sustentáveis. Nossa (2002) lembra que é crescente o número de empresas buscando investimentos em programas ambientais e sociais tendo em vista a percepção de que poluir pode ocasionar a perda de competitividade. Ratificando essa ideia, Gurvitsh e Sidorova (2012) esclarecem que a sustentabilidade se tornou uma inquietação entre as companhias, pois um desenvolvimento empresarial sustentável é parte integrante de um desempenho financeiro próspero.

Conforme os estudos de Weinhofer e Hoffman (2010) os *stakeholders*, incluindo acionistas e consumidores, estão pressionando as empresas a reduzir o impacto sobre o meio ambiente. Assim, as organizações passam a adotar procedimentos, os quais diminuem o impacto sobre a natureza.

A mudança de comportamento dos *stakeholders* acarretou a necessidade de adoção de determinados padrões ambientais e sociais, sendo um ponto vital da estratégia das empresas (MARTÍNEZ, 1998). De acordo com Costa e Marion (2007), a adaptação em relação às práticas ambientais e sociais ocorre devido a essa situação comprometer a imagem da empresa, alterar o seu valor de mercado e acarretar penalidades em caso de infrações contra o meio ambiente.

Dessa forma, a divulgação é fundamental para a transparência corporativa como modo de informar os investidores e demais interessados sobre a administração de riscos e oportunidades associados à situação econômica, ao meio ambiente e às questões sociais, garantindo a sustentabilidade empresarial (RANKIN, WINDSOR, WAHYUNI, 2011). Nesse cenário, é exigido da Contabilidade gerar informações relacionadas à sustentabilidade que possam impactar o patrimônio das organizações.

Entretanto, o que se tem observado na literatura existente é que os relatórios relacionados à sustentabilidade têm sido caracterizados por uma escassez de informações de tal maneira que se recomenda a sua obrigatoriedade (JIMENEZ *et al*, 2008). Havendo

requisitos de divulgação, legalmente especificados, melhorar-se-ia a qualidade de tais relatórios, embora não seja garantia de relatórios mais completos.

Em alguns países, as questões ambientais já são regulamentadas. A França sempre esteve historicamente na vanguarda da área social e agora este conceito também evoluiu para questões ambientais. Tendo em vista que as atividades empresariais têm impactos diretos em outras pessoas tais como empregados ou acionistas, a obrigação para transmitir informações de natureza ambientais e sociais a esses usuários foi regulamentada pela legislação francesa (DAMAK-AYADI, 2010).

No Brasil, as empresas ainda não têm obrigação legal de divulgar informação de natureza ambiental e social nas suas demonstrações contábeis. Considerando o objetivo do gestor em maximizar o valor da empresa e diante da ausência de regulamentação, Verrecchia (2001) expõe que há uma tendência em divulgar informação que favorece a empresa e não divulgar aquelas que possam prejudicá-la.

A BM&F Bovespa criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no ano de 2005, com o intuito de reunir as empresas que adotam a sustentabilidade como uma estratégia organizacional. A sua relevância deve-se ao seu conteúdo informacional, considerando que o mesmo é uma ferramenta que possibilita a análise da *performance* das empresas sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, unindo os conceitos de eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa.

Borba, Rover e Murcia (2009) entendem que, como não há obrigatoriedade na evidenciação, o *disclosure* é considerado voluntário e, com isso, a divulgação varia de acordo com a empresa e o setor, dificultando a comparação dessas informações. Para Souza, Rásia e Jacques (2010), é necessária uma evidenciação padronizada e detalhada para as informações ambientais, definindo os critérios para mensuração dos custos, ativos e passivos ambientais, bem como sua segregação em registros específicos.

Damak-Ayadi (2010) identifica que na divulgação de informações ambientais a categoria mais usada é a narrativa e a qualitativa. Informação quantitativa é principalmente não financeira. Ratificando essa ideia, Segantini (2012) verifica que há predominância de informações qualitativas, desvinculadas de mensuração, o que sugere ausência de informações quantitativas monetárias.

Na visão de Oliveira, Machado e Beuren (2012), geralmente são evidenciados dados qualitativos, suprimindo valores monetários, principalmente quando possa atribuir caráter negativo para a imagem da empresa. Desse modo, é mais comum evidenciar aspectos positivos do que negativos referentes à relação da empresa com o ambiente.

Nessa perspectiva, as políticas de divulgação de informações corporativas são destinadas a legitimar as atividades da empresa com os seus diversos *stakeholders* (ADAMS; MCNICHOLAS, 2007). Por esse motivo, conforme Pedersen (2006), alguns estudos empíricos relatam que a preocupação com a imagem e com os valores corporativos é a principal motivação para implementar práticas de divulgação, as quais associadas à transparência, promovem a legitimidade.

Assim, a divulgação baseia-se no princípio da transparência com o intuito de minimizar os efeitos dos conflitos de agência. Nesse cenário, o relatório de sustentabilidade apresenta-se como o principal meio de comunicação do desempenho econômico, ambiental e social das empresas. Empresas responsáveis e transparentes para os investidores são sinônimo de elevados padrões de governança corporativa (ADILOGLU; VURAN, 2012).

A governança corporativa se refere à qualidade, à transparência e à confiabilidade das relações entre os acionistas, conselho de administração, gestão e funcionários. É responsável por definir as regras e estabelecer os padrões de relacionamento dentro da companhia, principalmente entre acionistas minoritários e a administração, e pelas estratégias de transparência e prestação de contas das práticas de gestão (BÜCHNER, 2012).

A transparência e a prestação de contas estreita a relação entre a governança corporativa e a sustentabilidade, já que a introdução de práticas de responsabilidade social, econômica e ambiental promove mudanças na relação da empresa com o mercado e com a sociedade em que atua (BEEKS; BROWN, 2005). Neste momento, os mecanismos de governança corporativa são fundamentais para que esse processo se consolide na prática, melhorando a relação entre os diversos agentes organizacionais, sendo necessária a criação de uma estrutura de governança direcionada à sustentabilidade.

A implantação de boas práticas de governança corporativa tem elevado as empresas a um patamar de responsabilidade socioambiental, sendo possível relacionar essas ações com o seu melhor desempenho e com a sustentabilidade (SERAFIM; QUELHAS; ALLEDI, 2011). Dessa forma, as empresas com investimentos socioambientais tendem a divulgar essas informações como forma de obter legitimidade, a qual está diretamente relacionada à governança corporativa, considerando um dos seus princípios a transparência, alcançada por meio da divulgação de informações.

Nesse contexto, o presente estudo busca responder ao seguinte problema: qual a relação da divulgação de informações da sustentabilidade empresarial com investimentos socioambientais e governança corporativa nas empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA)?

Murcia (2009) investigou os fatores determinantes do *disclosure* voluntário de companhias abertas do Brasil. Para tanto, apresentou uma métrica para análise da divulgação, categorizando as informações entre econômicas, ambientais e sociais. Considerando que estas informações, além de voluntárias no âmbito do Brasil, reportam ao tripé da sustentabilidade, nesse estudo, a métrica de Murcia será utilizada para fins de determinação do *disclosure*.

1.2 OBJETIVOS

Para responder ao problema da investigação, temos como objetivos:

1.2.1 Geral:

Analisar a relação da divulgação de informações sobre a sustentabilidade empresarial com investimentos socioambientais e governança corporativa nas empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA).

1.2.2 Específicos:

- a) Investigar a divulgação de informações sobre sustentabilidade empresarial de acordo com a métrica desenvolvida por Murcia (2009);
- b) Caracterizar os investimentos socioambientais;
- c) Identificar as características da governança corporativa;
- d) Analisar a influência dos investimentos socioambientais e da governança corporativa na divulgação de informações da sustentabilidade empresarial.

1.3 JUSTIFICATIVA

O desenvolvimento sustentável aumentou a divulgação de práticas sociais e ambientais por meio de informações fornecidas pela Contabilidade (LARRINAGA *et al.*, 2001; GRAY; KOUHY; LAVERS, 1995) e, conseqüentemente, as pesquisas baseadas na análise de informação divulgadas pelas companhias.

De acordo com Elkington (2006), o objetivo final da empresa não é apenas criar valor para seus acionistas, mas sim gerar valor econômico, ambiental e social. Portanto, o valor central da empresa não é apenas o crescimento econômico, mas sim o desenvolvimento sustentável, integrando valores sociais e ambientais aos aspectos econômicos.

Ratificando essa ideia, Alves (2001) entende que o papel da empresa na sociedade não se restringe meramente à produção de bens ou à prestação de serviços em condições eficientes. Deve-se incorporar, também, a preservação dos recursos naturais não renováveis, a promoção de direitos fundamentais do trabalhador e a proteção dos interesses do consumidor.

Além disso, o comprometimento da empresa com a comunidade onde atua, com o meio ambiente e com a sociedade, sua imagem perante o público e sua capacidade de satisfazer os seus clientes são diferenciais que possibilitam uma posição de destaque (BRITO, 2007).

De acordo com Carvalho (2002), três elementos são fundamentais para garantir proteção aos acionistas e aos demais interessados: conjunto de regras/leis (governança corporativa); disponibilidade de informações relevantes (*disclosure*) e o potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*). Assim, verifica-se que há uma forte relação entre governança corporativa e *disclosure*, no que se refere à proteção aos acionistas e aos demais usuários.

Dessa forma, o poder informativo da Contabilidade, visto como uma linguagem de negócios, proporciona a comunicação através de informações relevantes para os seus usuários no processo decisório (BELKAOUI, 2004). Nesse sentido, integrando o desenvolvimento sustentável, a Contabilidade utiliza informações físicas sobre o uso e fluxos de energia, água e materiais, inclusive desperdícios, originando informações financeiras para evidenciar os eventos ambientais e sociais que impactam no patrimônio (SENGE, 1993; BENNETT; JAMES, 1997).

A divulgação de práticas da sustentabilidade corporativa nos seus aspectos econômico, social e ambiental é parte do diálogo entre a empresa e seus *stakeholders*, e fornece informações com o intuito de legitimar o seu comportamento decorrente das atividades empresariais (GRAY, KOUHY; LAVERS, 1995; ADAMS; LARRINAGA-GONZÁLEZ, 2007; ADAMS; MCNICHOLAS, 2007).

As motivações para divulgar informações sociais e ambientais são diversas. Para algumas empresas, essa divulgação é um instrumento para melhorar o relacionamento com as partes interessadas (clientes, autoridades reguladoras, comunidades locais, organizações não governamentais, etc.). Outras sociedades são motivadas pelos potenciais do mercado de terem uma boa reputação ou simplesmente por acreditarem que esse compromisso é ético e moralmente correto (PEDERSEN, 2006).

No entanto, alguns estudos empíricos relatam que a preocupação com a imagem e com os valores corporativos é a principal motivação para empresas que estão implementando essa

divulgação (PEDERSEN, 2006; POKSINSKA; JENS; EKLUND, 2003; DEEGAN, 2007 e CHO; PATTEN, 2007).

A melhoria na imagem institucional perante os seus *stakeholders* pode ser influenciada também pelos investimentos socioambientais, importantes ações realizadas na área social e ambiental valorizadas pelo consumidor, tornando-o fiel à marca ou à empresa como forma de reconhecimento pelo trabalho desenvolvido pela organização (DIAS, 2007). Esses investimentos melhoram o desempenho ambiental e social de uma entidade, na medida em que são implantadas tecnologias de prevenção da poluição, projetos de remediação e sistemas de gestão ambiental (KLASSEN; WHYBARK, 1999).

Para Deegan (2007) e Cho e Patten (2007), as empresas tentam ganhar legitimidade ao divulgarem informações sociais e ambientais. Nessa perspectiva, as políticas de divulgação de informações corporativas são destinadas a legitimar as atividades da empresa com os seus *stakeholders* através da prestação de contas baseada nas perspectivas sociais, ambientais, econômicas e éticas (UNERMAN; BENNETT, 2004).

Dessa forma, verifica-se que a governança corporativa desempenha um papel importante no fornecimento de informações e prestação de contas aos seus usuários, uma vez que é o Conselho de Administração que aprova e supervisiona as estratégias e as políticas de divulgação (SACCONI, 2008). Por esse motivo, faz-se necessário o estudo entre as características de governança corporativa e a sustentabilidade empresarial, já que, conforme Gazzola e Mella (2012), uma boa governança corporativa garante um bom desempenho ambiental e uma boa comunicação (*disclosure*).

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Para situar o leitor na compreensão deste estudo apresenta-se de forma sintética a organização do trabalho. Ele se estrutura em cinco seções incluindo essa parte introdutória em que se apresentam a contextualização do problema de pesquisa, seus objetivos e a justificativa.

A parte seguinte, Revisão da Literatura, focaliza as principais teorias relacionadas ao contexto da sustentabilidade empresarial e seus reflexos na divulgação de informações contábeis.

Na terceira parte, Aspectos Metodológicos, explicitam-se os procedimentos metodológicos que auxiliaram na coleta e no tratamento dos dados relativos às empresas investigadas.

Na quarta seção, Análise dos Resultados, encontram-se as análises dos dados, onde se descrevem as práticas de *disclosure* nas empresas estudadas bem como as características dos investimentos socioambientais e da governança corporativa com o intuito de investigar se há impacto no *disclosure* da sustentabilidade.

Nas Considerações Finais, apresentam-se as conclusões deste estudo e as recomendações para estudos futuros nesta temática. Em seguida, as Referências.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este tópico trata de uma revisão bibliográfica dos conteúdos necessários para compreensão do objeto de pesquisa, o qual se refere à relação entre divulgação e investimentos sustentáveis, além das características da governança corporativa. Nesse sentido, descrevem-se as dimensões da sustentabilidade e seu reflexo na divulgação, a Teoria da Divulgação e a relação entre a sustentabilidade e a governança corporativa.

2.1 DIMENSÕES DA SUSTENTABILIDADE E SEU REFLEXO NA DIVULGAÇÃO

A inquietação quanto aos *limits to growth*, ou seja, os limites para crescimento (MEADOWS *et al.*, 1972) e como a humanidade pode lidar com esses limites preocupou os ecólogos e os economistas por vários anos. Em resposta a essas indagações, as Nações Unidas introduziram o conceito de desenvolvimento sustentável por meio da Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (WCED), definindo-o no Relatório Brundtland como o “desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras satisfazerem as suas próprias necessidades” (WCED, 1987, p. 8).

Esta definição resultou em uma ampla variedade de novas propostas, pois cada sociedade fundamenta o conceito de desenvolvimento sustentável baseando-se nas suas crenças, valores e princípios (DAHL, 2007). No entanto, há um consenso a respeito da sustentabilidade no que se refere ao objetivo de buscar o desenvolvimento para promover a melhor qualidade de vida ao longo de um período indefinido de tempo, atendendo a toda a sociedade (SCHALTEGGER; BURRITT, 2005). Assim, uma atividade sustentável está associada a percepções de curto e longo prazo, bem como na promoção na equidade do consumo dos recursos entre as gerações.

Jabareen (2008) considera o desenvolvimento sustentável como um paradoxo ético considerando o contexto internacional de implantar a sustentabilidade em um mundo desigual, onde as divergências econômicas entre os países acarretam prioridades distintas em relação à gestão ambiental e social. Porém, o desenvolvimento sustentável incentiva o crescimento e a cooperação entre os países através de práticas empresariais mais limpas e redução da pobreza, integrando as dimensões ambiental e social ao desenvolvimento econômico.

Mebratu (1998 apud CALLADO, 2010) aponta diferentes significados para a sustentabilidade a partir de três diferentes abordagens: institucional, ideológica e acadêmica.

Para Williams e Millington (2004), a diversidade de definições de sustentabilidade ao longo do tempo baseia-se em conceitos subjacentes e visões de mundo das relações entre o ambiente, a economia e a sociedade.

Na abordagem institucional são apresentados três grupos como representantes de diferentes concepções: World Commission on Environment and Development (WCED); International Institute of Environment and Development (IIED) e, World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) conforme demonstra a Figura 1. De acordo com Neutzling (2009), as visões são centradas na definição de desenvolvimento sustentável, dada pela Comissão Brundtland, e no conceito de satisfação das necessidades.

Figura 1 – Versão institucional da sustentabilidade

Versão institucional de sustentabilidade				
Instituição	Forma de atuação	Epicentro da Solução	Espaço da solução	Instrumentos de liderança
Comissão Mundial de Desenvolvimento Ambiental (WCED)	Consenso político	Crescimento sustentável	Estado-nação	Governantes e organizações internacionais
Instituto Internacional de Meio Ambiente e Desenvolvimento (IIED)	Desenvolvimento rural	Cuidados primários com o ambiente	Comunidades	ONGs Nacionais e internacionais
Conselho Mundial de Negócios para o Desenvolvimento Sustentável (WBCSD)	Interesses comerciais	Eco-eficiência	Comércio e indústria	Lideranças empresariais

Fonte: Callado (2010)

As instituições são consensuais no que se refere ao alcance do desenvolvimento sustentável, o qual seria através de formulação de políticas em nível de nação, sendo as organizações internacionais e governamentais as principais lideranças, conforme se identifica na Figura 1.

Na versão ideológica, apresentada na Figura 2, emerge uma ideologia verde combinada com a ideologia clássica, fundamentada na teoria da libertação, destacando-se a teologia da libertação, o feminismo radical e o marxismo, surgindo três concepções: a ecoteologia, o ecofeminismo e o ecossocialismo.

Figura 2 – Versão ideológica da sustentabilidade

Versão ideológica de sustentabilidade				
Ideologia	Teoria da Libertação	Causa da crise ambiental	Epicentro da solução	Liderança
Eco-teologia	Teologia da Libertação	Desrespeito à divina providência	Renascimento Espiritual	Igrejas e congregações
Eco-feminismo	Feminismo Radical	Androcentrismo	Valor hierárquico genocêntrico	Movimento feminista
Eco-socialismo	Marxismo	Capitalismo	Igualitarismo	Movimento trabalhista

Fonte: Callado (2010)

As visões ideológicas da sustentabilidade centram-se nos problemas sociais e ambientais decorrentes da dominação humana e capitalista sobre a natureza e a sociedade. Por isso, verifica-se uma alta similaridade na identificação da fonte da crise e o modo de superá-la (NEUTZLING, 2009).

A versão acadêmica da sustentabilidade (Figura 3) busca respostas para a crise ambiental a partir das transformações ocorridas no reducionismo econômico, ecológico e sociológico. Nesse sentido, a versão econômica considera o ambiente subestimado usado em demasia e degradado, e, por isso, a solução baseia-se na determinação de valores aos bens ambientais com a finalidade de mensurar o nível ótimo de proteção ambiental e ainda subsidiar proteções e melhorias ambientais ou taxar danos ambientais.

Figura 3 – Versão acadêmica da sustentabilidade

Versão acadêmica de sustentabilidade				
Disciplina	Orientação epistemológica	Causa da crise ambiental	Epicentro da solução	Mecanismos de solução
Economia ecológica	Reduccionismo econômico	Sub-valorização de bens ambientais	Internalização das externalidades	Instrumentos de mercado
Ecologia profunda	Reduccionismo ecológico	Dominação da natureza pelo homem	Reverência e respeito pela natureza	Igualitarismo biocêntrico
Ecologia Social	Tanto reducionismo como holismo	Dominação do homem e da natureza	Co-evolução entre natureza e humanidade	Repensar a hierarquia social

Fonte: Callado (2010)

As concepções ecológica e social propõem a substituição igualitária antropocêntrica pelo igualitarismo biocêntrico. Dessa forma, por meio de um processo coevolutivo entre a

natureza e a sociedade, haveria níveis hierárquicos sociais iguais, pois a natureza é um sistema auto-organizador que responde, altera e evolui no tempo por meio de um conjunto de variáveis quase estáveis.

Coffman e Unemoto (2010) expõem que a dimensão da sustentabilidade modificou-se de um foco totalmente ambiental e ecológico para integrar a viabilidade econômica e a equidade social. Por esse motivo, para ser sustentável é necessária uma relação equilibrada, apresentando crescimento econômico sem destruir o sistema ecológico e fortalecendo as relações sociais.

As dimensões ambiental, social e econômica formam o *Triple Bottom Line*, o tripé da sustentabilidade. Originou-se da noção de que a responsabilidade corporativa inclui fatores ambientais e sociais na tomada de decisões e não apenas financeiro (SHERMAN, 2012). Dessa forma, fundamenta-se na ideia de que as empresas devem não ter apenas crescimento financeiro, mas também metas e ações com desenvolvimento ambiental e social.

Essas três dimensões da sustentabilidade não se excluem mutuamente, complementam-se entre si e o seu sucesso depende de como os conceitos surgem por meio de ideias e ideologias para criar processos de planejamento e estratégias de implementação. A partir daí, a sustentabilidade capta todo o conjunto de valores, ações e procedimentos que as empresas devem abordar de forma a minimizar qualquer dano resultante de suas atividades e criar valor econômico, social e ambiental (SHERMAN, 2012).

Contra-pondo-se a essa ideia, Siena, Costa e Oliveira (2007) identificam que existe apenas uma zona de interação entre os sistemas social, econômico e ambiental, onde a sustentabilidade é alcançada pela harmonização dos seus objetivos. A área fora desta zona é considerada área de conflito e, por isso, de acordo com este pensamento, a sustentabilidade deve promover a integração desses três sistemas.

As organizações modernas são instituições complexas que devem aliar o sucesso financeiro ao equilíbrio ambiental e à atuação social. Torna-se necessário criar uma estrutura para suportar e suprir suas atividades, aumentando a produção e a consciência no intuito de potencializar o consumo racional dos recursos (ARAÚJO; MENDONÇA, 2008). No cenário organizacional as empresas podem incluir a sustentabilidade em seus processos decisórios e inseri-la no planejamento estratégico visando à continuidade de seus negócios e da sociedade em geral (VELLANI; RIBEIRO, 2009).

Muitas empresas já perceberam que os relatórios financeiros convencionais e os métodos contábeis aplicados por si só não são suficientes para fornecer informações sobre as questões não financeiras da organização. Informações sobre temas como o desempenho

ambiental e social, de gestão da qualidade ou transparência são agora vitais para investidores e acionistas a fim de tornar as decisões cada vez mais precisas (HOLANDA; FOO, 2003; REPETTO, 2005; RIKHARDSSON; HOLM, 2008).

No processo decisório, a tomada de decisões exige informações úteis e confiáveis. Nesse sentido, a Contabilidade pode auxiliar no planejamento, na execução e no controle das atividades, exercendo o seu objetivo do controle patrimonial da empresa, auxiliando os seus usuários no processo decisório a partir da mensuração do desempenho econômico e financeiro da entidade (HARROWEL, 1968).

Assim, a partir dos registros monetários de transações e eventos que impactam o patrimônio das organizações, a Contabilidade evidencia os resultados empresariais nas demonstrações contábeis.

Para Hendriksen e Van Breda (1999), o seu objetivo é fornecer informações úteis à tomada de decisão. No entanto, os seus usuários necessitam que as mesmas sejam claras e compreensíveis para melhor avaliar a situação econômico-financeira da empresa, garantindo confiabilidade aos demonstrativos contábeis (NIYAMA; SILVA, 2008).

Preocupações sobre a sustentabilidade relacionada à proteção do ambiente natural e à promoção do desenvolvimento social se tornaram assuntos importantes entre os usuários da informação contábil tais como investidores, reguladores e sociedade, tendo em vista que esses fatores podem comprometer a continuidade da empresa. Dessa forma, há uma nova demanda por essas informações (RIBEIRO; AIBAR-GUZMAN, 2010) e, com isso, a Contabilidade deverá também estar direcionada ao propósito de fornecer informações úteis para os seus usuários, internos e externos, relativas à sustentabilidade.

Diante desse contexto, a Contabilidade deve ser ajustada às necessidades informacionais dos seus usuários, apresentando desafios relacionados a normas e procedimentos contábeis (GARCIA; OLIVEIRA, 2009). Farouk, Cherian e Jacob (2012) expõem que a Contabilidade convencional não mede a contribuição do ambiente e o impacto das atividades sociais e econômicas com precisão. Essa situação pode desestabilizar a sustentabilidade do desempenho econômico e do crescimento empresarial, esgotando o capital natural e incorrendo em custos sociais na sua atividade econômica.

Assim, surge em meados de 1970, a Contabilidade Ambiental, a qual possibilita o registro do patrimônio ambiental para melhorar a análise econômica e financeira de uma organização, tendo em vista que a mesma considera os efeitos causados ao meio ambiente (BERGAMINI JÚNIOR, 1999). A utilização de informação financeira e não financeira para

melhorar o desempenho ambiental e econômico de uma companhia contribui ainda para um negócio sustentável (DEEGAN, 2003).

No entendimento de Ribeiro (2005), trata-se de uma ramificação da Contabilidade que tem como objetivo evidenciar os eventos e as transações econômico-financeiras relacionados com a proteção, a preservação e a recuperação ambiental.

Setthasakko (2010) não atribui consenso para a extensão, procedimentos ou definições de Contabilidade Ambiental. Para o autor, a sua implementação varia de métodos simples a práticas mais integradas, contanto que unam o valor monetário e não monetário às atividades ambientais.

Herath (2005) considera que o sucesso da Contabilidade Ambiental será determinado pela visão e filosofia da empresa. Aquelas com uma visão bem definida de desenvolvimento sustentável a utilizarão. No entanto, as empresas que não possuem essa visão irão ignorar as preocupações ambientais e sociais para manter altos lucros, podendo ser verdade no curto prazo a diminuição do resultado, mas não no longo prazo. Conforme o referido autor, essa sensação de redução de lucros é associada aos custos de conformidade ou penalidades devido ao esgotamento excessivo de recursos naturais.

Inicialmente, a literatura nesse campo tratava os estudos de Contabilidade Social e Ambiental da mesma maneira. A partir dos anos 1980, as pesquisas sugerem a separação, devido ao aumento de interesse pela perspectiva ambiental comparada à social. Os conceitos de sustentabilidade e auditoria ambiental começaram a interessar os usuários e, a partir daí, com o desenvolvimento de inúmeras pesquisas sobre o referido tema, a Contabilidade Ambiental está se tornando uma área de grande expansão (TODEA; STANCIU; UDREA, 2010).

Esta expansão pode ser atribuída aos benefícios associados à implantação da Contabilidade Ambiental, incluindo produtos mais aprimorados, atração de recursos humanos, melhorias na reputação da empresa e reduções de custos, segundo Bennett, Rikhardsson e Schaltegger (2003); Burritt, Hahn e Schaltegger (2002); Beer e Friend (2006); Gibson e Martin (2004); Hansen e Mowen (2005).

Burritt e Saka (2006) consideram que a falta de informações ambientais ocorre em virtude da dificuldade de mensuração da ecoeficiência e do gerenciamento de contas ambientais. Além disso, o pouco conhecimento dos gestores sobre custos ambientais organizacionais compromete a utilidade da Contabilidade Ambiental (GALE, 2006).

Estudos também apontam que este ramo da Contabilidade é capaz de prover as organizações com informações diferentes para o processo decisório (ADAMS; ZUTSHI,

2004; BENNETT; RIKHARDSSON; SCHALTEGGER, 2003; BURRITT; HAHN; SCHALTEGGER, 2002), as quais podem revelar oportunidades escondidas para melhorar a administração de desperdício, redução de energia e consumo de material ou oportunidades para reciclagem de material.

Outros benefícios podem ser atribuídos ao ambiente organizacional decorrentes da Contabilidade Ambiental. Nesse contexto, são incluídos a redução no nível de agressão a natureza na fabricação de produtos e serviços, o fornecimento de informações e demonstrativos sobre eficácia e viabilidade econômica das ações ambientais e a publicação do balanço social e ambiental, gerando transparência e interesse social (KRAEMER, 2002).

Considerando que a transparência das informações contábeis é relevante para a realização de investimentos, o interesse em atrair investidores socialmente responsáveis, ou a redução do custo de captação, pode incentivar as empresas a evidenciar voluntariamente suas informações ambientais (MURCIA *et al*, 2008).

Para Rover *et al* (2012) não há uma única teoria para explicar a evidenciação ambiental das empresas, mas teorias que em vários aspectos se complementam, destacando-se a teoria da agência, a teoria da divulgação e as teorias baseadas na economia política, como a teoria dos *stakeholders* e a teoria da legitimidade. Mathews (2000) expõe que se devem utilizar aquelas que possam explicar como e por que fornecer informações ambientais e sociais.

Para Monteiro e Guzmán (2010), as duas teorias utilizadas pela maioria dos estudos sobre divulgação social e ambiental são a teoria da divulgação e a teoria da legitimidade. Neste trabalho, serão utilizadas ambas as abordagens. A primeira tem como objetivo explicar o fenômeno da divulgação de informações sob diversas perspectivas, dentre as quais se encontram as razões para que determinada informação seja divulgada voluntariamente ou não (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

A teoria da legitimidade é estudada sob a perspectiva de que as empresas estão continuamente buscando a garantia de que suas operações estão de acordo com os padrões das sociedades onde elas atuam, havendo necessidade de legitimar o comportamento corporativo (RODRIGUEZ-DOMINGUEZ; GALLEGU-ALVAREZ; GARCIA-SANCHEZ, 2009).

2.2 AS MOTIVAÇÕES PARA A DIVULGAÇÃO: A TEORIA DA DIVULGAÇÃO E A TEORIA DA LEGITIMIDADE

A Teoria da Divulgação tem suas origens nos estudos de Grossman (1981) e Milgrom (1981), os quais analisaram os incentivos para a divulgação de informações tendo em vista a assimetria informacional (SALATKA, 1996). Conforme Baek, Johnson e Kim (2009), parte desse problema é causado por falta de informação disponível para investidores. Assim, as empresas que fornecem divulgação adicional sobre suas atividades melhoram a relação entre agente e principal.

Nesse contexto, essa teoria busca as razões implícitas e explícitas para que as empresas tornem pública sua situação econômico-financeira, bem como a repercussão dessas informações no mercado de capitais e no desempenho econômico (FARIAS, 2008).

Dye (2001) delimita esta teoria como a Teoria da Divulgação Voluntária, um caso especial da Teoria dos Jogos, a qual tem como premissa a divulgação de informações favoráveis à organização, evitando divulgar aquelas desfavoráveis.

Verrecchia (2001) descreve os modelos matemáticos desenvolvidos pela teoria para explicar e prever fenômenos relacionados ao *disclosure*, sugerindo a classificação desses modelos em três categorias referentes à pesquisa sobre divulgação em Contabilidade: Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*); Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*) e Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

A categoria *Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação* investiga a relação entre a divulgação, enquanto um processo exógeno, e as mudanças no comportamento dos investidores, como agentes individuais que maximizam sua riqueza. Estuda o impacto da divulgação no equilíbrio de preços e no volume de negociações de mercado.

A categoria *Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento* identifica os motivos da divulgação, analisando como os gestores decidem divulgar determinadas informações. Desse modo, a divulgação é um processo endógeno, considerando a livre escolha dos gestores.

Na terceira categoria, *Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência*, a divulgação ainda não ocorreu. Nessa classificação, discutem-se quais são as divulgações preferidas, na ausência de conhecimento passado sobre a informação.

Lima, G.; Lima, I.; e Pimentel (2006) lembram que a divulgação de informações deve contemplar tanto as informações positivas quanto as negativas de modo a refletir

adequadamente a situação da empresa, diminuindo a propensão de os usuários tomarem decisões equivocadas. Dessa forma, o *disclosure* não deve ser restrito a informações positivas (qualitativas ou quantitativas), pois esta prática de caráter apenas positivo remete à falta de transparência.

Ao utilizar essa categoria, Braga, Oliveira e Salotti (2009) atentam para o problema da seleção adversa, um conceito muito importante para o embasamento teórico das pesquisas nessa área. A seleção adversa ocorre em virtude da assimetria informacional, onde numa transação uma informação não divulgada acerca do valor ou da qualidade do ativo é interpretada como desfavorável (JUNG-CHIN; REUER, 2005). Assim, na seleção adversa o agente é a única parte informada e a ausência dessa informação por parte do principal pode conduzir a uma decisão equivocada.

Há dois mecanismos para minimizar a seleção adversa: a sinalização e o *screening* (varredura). A sinalização é a emissão de sinais pelo agente para a parte ignorante, que não conhece a informação. A varredura ocorre quando o principal utiliza meios para coletar informações desejadas (SCHMIDT *et al*, 2005).

Em um cenário onde os investidores (principal) estão numa relação conflituosa com os agentes, detentores da informação, o *disclosure* tem papel fundamental para o mercado de capitais (MACHO-STADLER, PEREZ-CASTILHO, 2008). A informação divulgada é capaz de reduzir incertezas e auxiliar no processo decisório na medida em que essa comunicação sinaliza para situações de endividamento, lucratividade, governança corporativa, dentre outros.

A ausência de custos de divulgação pressupõe *full disclosure*, tendo em vista que a empresa é incentivada a divulgar todas essas informações visando que o mercado não interprete como uma informação desfavorável (BRAGA; OLIVEIRA; SALOTTI, 2009). No entanto, essa situação é assumida apenas no plano teórico para evidenciar a relação custo/benefício da divulgação.

No ambiente de divulgação, Salotti e Yamamoto (2008) entendem que ocorre seleção adversa quando uma empresa com boas perspectivas financeiras tem maior interesse em divulgar informações, porque a sua falta causa no mercado a interpretação de más perspectivas financeiras para os próximos anos.

Assim, os custos relacionados a essa divulgação compensam os benefícios de manter seus investidores bem informados, maximizando o valor de suas ações e minimizando a assimetria informacional. Contrapondo-se a essa situação, quando a situação econômico-

financeira for ruim, não adiantará incorrer em custos de divulgação, já que, na ausência de informação, o mercado interpreta como uma má notícia.

Healy e Palepu (2001) entendem que os problemas de informação e divulgação acarretam questionamentos, os quais culminam com outra classificação da pesquisa empírica sobre a divulgação. Nesse caso, são adotadas quatro categorias: *divulgação e regulação*; *intermediários da informação*; os *determinantes da divulgação* e as *consequências econômicas da divulgação*.

A primeira categoria, *divulgação e regulação*, refere-se à eficácia da regulamentação no *disclosure*, admitindo-se que a padronização favorece a comunicação entre agente e principal, minimizando os conflitos de agência. Na segunda categoria, *os intermediários da informação*, concentram-se os auditores e analistas financeiros, os quais têm o objetivo de dar credibilidade às demonstrações contábeis.

A terceira categoria, *os determinantes da divulgação*, estuda os fatores determinantes nas decisões dos administradores, possuindo reflexo direto nos relatórios institucionais. A última categoria investiga as *consequências econômicas da divulgação*, buscando avaliar quais os fatores que influenciam na percepção dos investidores quanto ao *disclosure*.

O *disclosure* também é influenciado pelo nível de conhecimento dos gestores quanto ao desempenho organizacional. Nesse caso, e de acordo com Verrecchia (2001), a empresa pode aumentar a divulgação para reduzir os custos de agência dos investidores e, concomitantemente, aumentar o valor da empresa.

Conforme Botosan e Stanford (2005), a decisão de uma empresa divulgar ou não uma informação pode se relacionar a sua posição competitiva. Assim, aquelas que operam em um ambiente de baixa competição têm menos incentivos para divulgar informações quando comparadas às organizações que atuam em cenários altamente competitivos, com maiores incentivos para divulgação.

Diamond e Verrecchia (1991) demonstraram que um dos fatores determinantes para a divulgação é o custo de capital, o qual tem seu valor reduzido quando a empresa é comprometida com maior divulgação, limitando os custos de seleção adversa associados à assimetria de informação.

No que diz respeito a informações ambientais, Aerts, Cormier e Magnan (2008) identificaram a assimetria informacional como fator determinante da divulgação ambiental, sugerindo que há relação entre a percepção do mercado e a política de *disclosure*.

A aplicação da Teoria da Divulgação referente a informações ambientais vem sendo desenvolvida através de pesquisas que investigam os padrões de divulgação ambiental e seu relacionamento com a sociedade (FARIAS, 2008).

Um dos aspectos que dificultam a divulgação ambiental, listados por Jose e Lee (2007), é a falta de padronização/uniformização das informações, comprometendo a comparabilidade das mesmas. Nesse sentido, ao considerar que a informação ambiental é voluntária devido à falta de obrigatoriedade e, conseqüentemente, de padronização, surge a questão de entender em quais circunstâncias um gerente divulgará ou não esta informação.

Considerando o objetivo do gerente em maximizar o valor da empresa e os custos associados com a divulgação da informação, Salotti e Yamamoto (2008) apontam que a informação que favorece a firma é divulgada, enquanto a que não favorece é retida ou não divulgada.

Nesse sentido, a teoria da divulgação fornece uma abordagem para descrever os incentivos para divulgar informações a respeito do patrimônio das organizações. No entanto, os incentivos de divulgação dependem em grande parte do grau em que a divulgação ajuda ou atrapalha suas negociações com o mercado, diminuindo, por exemplo, o custo de capital, e, ainda, até que ponto a divulgação cria vantagens ou desvantagens competitivas para a organização. Por isso, é comum verificar que os incentivos para divulgação pode levar a uma grande divergência entre a divulgação ótima e a divulgação de fato (SWIRE, 2006).

Os estudos de Cohen *et al* (2011) constataram que os investidores estão mais preocupados com as divulgações não financeiras que afetam diretamente ganhos futuros do que com a divulgação dos principais indicadores econômicos, pois o fornecimento de informações não financeiras permite aos investidores avaliar melhor o desempenho organizacional e suportar uma visão empresarial mais ampla, englobando também a sociedade em geral (HOLDER-WEBB *et al* 2009). Dessa forma, a divulgação de informações não financeiras é essencial para reduzir a assimetria informacional existente entre a administração e os *stakeholders* (NARAYANAN *et al*, 2000).

Cohen *et al* (2011) apontam para uma questão crucial acerca da maneira mais eficaz de informar os usuários sobre os elementos de desempenho do negócio que afetam as decisões, mas não aparecem nas demonstrações financeiras senão através de relatórios de sustentabilidade, devido à ideia de que a sua não divulgação poderá comprometer a continuidade e a imagem da empresa. Ratificando essa ideia, Adams e Simnett (2011) veem na divulgação um meio de proporcionar uma imagem mais coerente, equilibrada e completa

do desempenho da empresa, centrada em torno de objetivos estratégicos e modelos de negócios.

De acordo com a Teoria da Legitimidade, as organizações buscam garantir que operam dentro dos limites e normas de suas respectivas sociedades, já que necessitam mais do que recursos técnicos e informações do ambiente, precisam de aceitação e credibilidade (SCOTT *et al*, 2000). Dessa forma, a legitimidade refere-se à permissão dada às empresas para atuarem como entidades econômicas, desde que adotem as práticas e as políticas consideradas coerentes com as normas sociais, valores e crenças da sociedade em que atuam (SUCHMAN, 1995).

A legitimidade pode ser considerada um estado ou uma condição. A legitimação é um processo que as organizações podem realizar, por meio de estratégias de divulgação, para levá-las ao estado da legitimidade (LINDBLÖM, 1994).

De acordo com o referido autor, o processo de legitimação pode estar relacionado com a Contabilidade na medida em que uma das suas funções é fornecer informações para o processo decisório através da divulgação de relatórios contábeis.

Para Watson, Shrivess, Marston (2002), há um “contrato social” entre as empresas e a sociedade. O funcionamento das empresas é permitido enquanto as organizações utilizem os recursos em conformidade com os objetivos, finalidades e valores da sociedade.

As crenças e os valores não são fixos ao longo do tempo, em virtude da dinamicidade do ambiente e do mercado em que as empresas atuam. Por isso, a legitimidade é dinâmica e se altera constantemente (TILLING; TILT, 2010). Assim, a organização deverá cumprir os termos deste “contrato” como forma de garantir a manutenção do mesmo, a sobrevivência e o crescimento organizacional, e, ainda, evitar que a sociedade revogue-o, trazendo implicações na continuidade da empresa.

A revogação desse contrato pode ocorrer através de eliminação ou redução na demanda dos produtos da empresa pelos consumidores, diminuição da oferta de força de trabalho, aumento de impostos, além de multas ou leis para proibir as ações que não estejam em conformidade com as expectativas da comunidade (DEEGAN; RANKIN, 1996).

A ideia, baseada na teoria da legitimidade, de que as organizações serão penalizadas, se não funcionarem de uma forma consistente com as expectativas da comunidade, está sendo considerada pela administração das empresas. Pereira, Bruni e Dias Filho (2010) observam que há um grande esforço empreendido pelas organizações para serem vistas como entidades socialmente responsáveis.

Para os autores, essa estratégia é adotada como forma de as empresas continuarem extraído do ambiente em que atuam, ao menor custo possível, os recursos necessários ao cumprimento de seus objetivos, sendo necessário adaptar-se às expectativas da comunidade, se quiserem ser bem sucedidas.

Um dos estudos mais conhecidos dessa teoria foi conduzido por Patten (1992). O autor analisou as mudanças na divulgação ambiental feitas por empresas petrolíferas norte-americanas, antes e após um acidente no Alasca em 1989. Para Patten, se o vazamento de petróleo do Alasca resultasse em uma ameaça à legitimidade da indústria do petróleo, então de acordo com a teoria legitimidade, as empresas que operavam dentro dessa indústria iriam responder, aumentando a quantidade de divulgações ambientais em seus relatórios anuais. Os resultados indicaram que houve um aumento de divulgações ambientais por parte das empresas de petróleo para o período pós-1989, com uma perspectiva de legitimação.

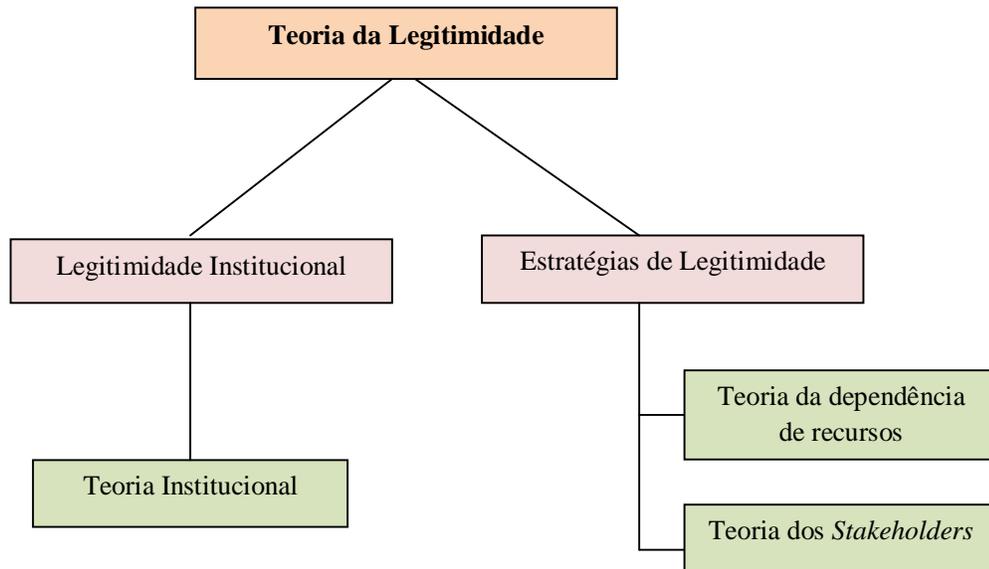
Nesse sentido, as empresas divulgam informações sociais e ambientais com a finalidade de apresentarem uma imagem socialmente responsável. Essa situação busca legitimar o seu comportamento junto aos seus *stakeholders* através da utilização de estratégias que minimizem a crise de legitimidade que as empresas enfrentam em determinado momento (WILMSHURST; FROST, 2000).

Conforme a crise de legitimidade que encaram, O'Donovan (2002) expõe a necessidade dos gestores em usar diferentes estratégias de divulgação de acordo com a finalidade de reparar, manter ou ganhar legitimidade.

Chen e Roberts (2010) expõem que a teoria da legitimidade não especifica como a congruência das normas sociais, valores e crenças da sociedade em que atua poderia ser alcançada ou como as ações devem ser formuladas. Nesse contexto, a teoria institucional, semelhante à teoria da legitimidade, concentra-se na relação entre o meio ambiente e as organizações.

Enquanto a teoria da legitimidade não expressa especificamente como satisfazer as expectativas sociais e ganhar o apoio social, a teoria institucional enfatiza que as organizações podem incorporar normas institucionalizadas e regras para ganhar estabilidade e melhorar as perspectivas de sobrevivência. Assim, a conformidade dos padrões institucionais é o caminho para a legitimidade (SALANCIK, 1979). A Figura 4 apresenta a relação entre essas teorias, as quais têm como interesse comum explicar como as organizações sobrevivem em uma sociedade de mudanças.

Figura 4 – Relação entre as teorias



Fonte: Adaptado de Chen e Roberts (2010)

Assim, as organizações buscam legitimidade institucional e estratégias de legitimidade como forma de alcançar a congruência das normas sociais, valores e crenças da sociedade em que atuam, conforme os preceitos da teoria da legitimidade. As estratégias de legitimidade são explicadas por meio das teorias da dependência de recursos e dos *stakeholders*.

A teoria da dependência de recursos também se concentra sobre os efeitos do ambiente nas organizações. Como as organizações não são independentes ou autossuficientes, a sua sobrevivência pode ser explicada pela habilidade de lidar com contingências ambientais para garantir o suprimento de recursos necessários à sua existência (MENDONÇA; ARAÚJO, 2011). Assim, o núcleo central dessa teoria é a forma como as organizações têm acesso aos recursos para a sua sobrevivência e crescimento.

A teoria dos *stakeholders* se concentra nas relações entre as organizações e seus diversos públicos, que constituem o meio ambiente. Essa teoria reconhece que o impacto de cada grupo de interesses (*stakeholder*) na organização é diferente e, muitas vezes, as suas expectativas são conflitantes (CLARKSON, 1995). Assim, para receber a aprovação de diferentes *stakeholders*, a organizações precisa equilibrar essas expectativas conflitantes.

Apesar das diferentes perspectivas dessas teorias, elas têm um interesse comum de explicar como as organizações sobrevivem em uma sociedade de constantes mudanças, na busca pela legitimidade. Chen e Roberts (2010) entendem que a legitimidade é alcançada

através de normas institucionalizadas (teoria institucional) e também por meio da implantação de estratégias de legitimidade, as quais se referem ao modo como as organizações acessam os recursos de que necessitam para sobreviver (teoria da dependência de recursos) na tentativa de minimizar os conflitos de interesses entre as diversas partes interessadas (teoria dos *stakeholders*).

Nesse sentido, o conflito de agência pode ser minimizado a partir da implantação de práticas de governança corporativa, as quais não têm apenas finalidade associada à eficiência dos mercados, mas também têm um papel legitimador (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ROE, 2005).

2.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA RELAÇÃO COM A SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

Em períodos que antecedem a Revolução Industrial, a maior parte das organizações tinham todas as suas atividades centradas no proprietário, o qual se responsabilizava pela produção, comercialização e também pela gestão da companhia. O surgimento das sociedades anônimas culminou com a separação entre controle e propriedade (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JÚNIOR, 2008). Assim, os detentores de capital (proprietários) não mais administravam seu próprio negócio, sendo a gestão conduzida por administradores.

A separação entre propriedade e controle foi abordada nos estudos de Berle e Means (1932), os quais publicaram o trabalho “*The Modern Corporation and Private Property*” que, de acordo com Silva (2004), representa o marco de referência da governança corporativa. Essa nova realidade empresarial acarreta imperfeições no mercado no que se refere ao desalinhamento de interesses entre essas duas classes. Nesse momento, instaura-se o conflito de agência entre o executivo e o acionista, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular.

Além disso, o colapso de empresas bem conceituadas, como a Enron, a WorldCom e a Arthur Andersen, levantou muitas preocupações sobre a confiabilidade dos relatórios financeiros e da eficiência dos mecanismos de controle existentes. Como resultado, os investidores perderam a confiança nas informações divulgadas (JAIN; KIM; REZAEI, 2003; JAIN; REZAEI, 2006).

Após esses acontecimentos, a proteção dos investidores tornou-se uma questão importante, pois os mesmos estão exigindo que as empresas implementem os princípios de governança corporativa, a fim de alcançar melhores retornos sobre seus investimentos e

reduzir os custos de agência. Na maioria das vezes os investidores estão dispostos a pagar mais para que as empresas tenham bons padrões de governança (BEINER *et al*, 2004).

Por esse motivo, a governança corporativa tem atraído considerável atenção durante a última década, na tentativa de alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas (TAVARES FILHO, 2006). Na visão de Wajeeh e Muneeza (2012), não é errado afirmar que a má administração de uma empresa é a razão que levou à criação da governança corporativa, podendo ser descrita como o escudo contra a crise econômica.

A governança corporativa é o conjunto de mecanismos essenciais para a gestão, assim como para o crescimento e o desenvolvimento de uma empresa no mercado. É representada pelas relações entre a administração da empresa, seu conselho de administração, acionistas e outras partes interessadas (*stakeholders*) (DRASKOVIC; STJEPCEVIC, 2012).

Para Adiloglu e Vuran (2012), a governança corporativa se refere à qualidade, à transparência e à confiabilidade das relações entre os acionistas, ao conselho de administração, à gestão e funcionários e à definição da responsabilidade de cada um na geração de valor econômico para todos os *stakeholders*.

A *Organization for Economic Co-Operation and Development* (OECD) entende que a governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. A sua estrutura especifica a distribuição de responsabilidades entre os diferentes participantes da organização, tais como gestores, acionistas e outros *stakeholders*, e explicita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões sobre assuntos corporativos. Ao fazer isso, também fornece a estrutura através da qual os objetivos da empresa estão definidos e determina os meios de atingir esses objetivos e alcançar o desempenho desejável (RAMASWAMY; UENG; CARL, 2008).

Dessa forma, o objetivo da governança corporativa é o de assegurar que as empresas que não são administradas por seus proprietários são gerenciadas no intuito de maximar a riqueza dos seus acionistas, já que representa o conjunto de processos, costumes, políticas, leis e instituições que afetam a maneira como uma empresa é dirigida, administrada ou controlada (TCHOUASSI; NOSSEYAMBA, 2011).

Nesse contexto, as práticas de governança corporativa têm a finalidade de empregar mecanismos que minimizem o conflito de agência a partir de maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa e diminuição na assimetria informacional existente entre os *stakeholders* (COSTA, 2008). Logo, a qualidade dessas práticas é tão importante quanto o desempenho financeiro nas decisões de investimento, pois padrões elevados de Governança Corporativa significa maior transparência para os investidores (ADILOGLU; VURAN, 2012).

Uma vez que a governança corporativa pode ter influência no desempenho organizacional, as empresas devem saber quais são os seus princípios e como poderão aplicá-los para melhorar suas estratégias (ARAS; CROWTHER, 2008).

Os princípios da governança corporativa foram publicados em 1999 pela Organização de Desenvolvimento Econômico e Cooperação (OCDE); formaram o primeiro código internacional de boa governança corporativa aprovado pelos governos e são compostos de seis princípios fundamentais (OCDE, 2004): I) Assegurar a base para um sistema eficaz de governança corporativa; II) Os direitos dos acionistas e principais funções da propriedade; III) O tratamento equitativo dos acionistas; IV) O papel dos *stakeholders* na governança corporativa; V) Divulgação e transparência, e VI) As responsabilidades do conselho de administração.

Na prática, existem quatro princípios da boa governança corporativa, que são: transparência; *accountability*; responsabilidade e justiça (RAMASWAMY, UENG, CARL; 2008). A transparência visa garantir a divulgação adequada e oportuna de todos os assuntos relevantes sobre a empresa, incluindo a sua situação financeira, o desempenho, a participação acionária e a estrutura de governança.

Entre os diferentes tipos de informações divulgadas nos relatórios anuais, há divulgação de informação social e ambiental, pois cuidar da sociedade e do meio ambiente é essencial para a sustentabilidade a longo prazo das empresas. Por isso, os relatórios de sustentabilidade tornaram-se importantes nos dias de hoje (PRAMANIK; SHIL; DAS, 2007).

O *accountability* fornece o acompanhamento eficaz da gestão pelo conselho de administração e prestação de contas desse conselho à empresa e aos seus acionistas. A responsabilidade é o reconhecimento dos direitos de todas as partes interessadas, conforme estabelecido por lei, e incentivando a cooperação ativa entre a empresa e as partes interessadas (*stakeholders*) na criação de riqueza, empregos e empresas financeiramente sólidas e sustentáveis.

A justiça como um princípio de governança tem o intuito de proteger os direitos dos acionistas e garantir o tratamento equitativo de todos eles, sejam acionistas minoritários ou majoritários, bem como de todas as minorias dentro da organização – colaboradores, clientes, fornecedores.

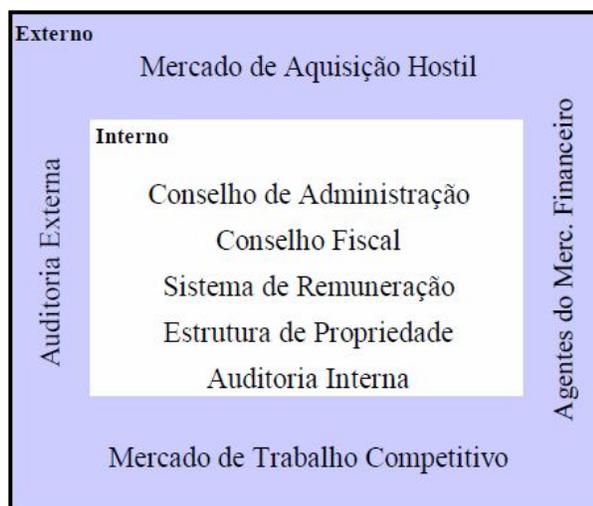
Dessa forma, observando os princípios da boa governança corporativa, verifica-se a sua relação com a sustentabilidade na medida em que essas práticas estão cada vez mais integradas à sustentabilidade empresarial, incluindo questões éticas, sociais e ambientais. Por isso, é importante a criação de uma estrutura de governança direcionada para a

sustentabilidade, que deve abranger os diversos níveis organizacionais (BM&FBOVESPA, 2013).

A adoção das práticas de governança corporativa não é uniforme entre todos os mercados e países, porque as empresas operam em diferentes contextos empresariais e estão sujeitas a distintos regulamentos. Entretanto, preservam-se os aspectos centrais de governança corporativa, citados anteriormente, no intuito de minimizar os conflitos de agência (OOGHE; DE LANGHE, 2002).

A existência de conflitos de agência acarreta duas diferentes categorias de custos: os custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores e os custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão (ANDRADE; ROSSETTI, 2004). Dessa forma, é necessário estabelecer mecanismos de controle para que o processo de governança corporativa institua-se de forma a alinhar os interesses das partes envolvidas e minimizar os custos incorridos para controle da gestão. Os mecanismos de controle da governança corporativa podem ser classificados em duas categorias: interno e externo, conforme demonstra a Figura 5.

Figura 5 – Mecanismos de governança corporativa



Fonte: Tavares Filho (2006)

Os mecanismos de controle interno referem-se à interação entre a administração, os acionistas e outros *stakeholders*, tais como os credores e funcionários. São geralmente criados como soluções para resolver os problemas de agência entre acionistas e/ou outras partes interessadas de um lado e de gestão do outro lado. O controle externo refere-se às agências reguladoras, agentes de reputação e mercados que funcionam como um dispositivo disciplinar

para a gestão, como os mercados financeiros, o mercado de controle corporativo, o mercado de trabalho competitivo, etc. (DRASKOVIC, STJEPCEVIC; 2012).

Na visão de Andrade *et al* (2009), o conselho de administração é o órgão responsável pela decisão em nome dos proprietários, atuando nas atividades de monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, bem como na contratação, admissão e remuneração dos executivos. Já o conselho fiscal fiscaliza os atos dos administradores, verificando evidências de fraudes, erros ou crimes e sugere providências aos órgãos da administração ou à Assembleia Geral, se for o caso (TAVARES FILHO, 2006).

As práticas de governança corporativa podem solucionar o problema da remuneração dos administradores. A criação de uma política de remuneração, incluindo-se bonificações e remunerações de incentivos, melhora o desempenho financeiro da organização (KHAN *et al*, 2011). Dessa forma, verifica-se que há uma associação direta entre o sistema de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro nas empresas que implantam sistema de remuneração.

A estrutura de propriedade se refere à concentração do capital. Uma organização com o capital pulverizado tende a ter a composição do conselho de administração e conflitos de agência distintos de uma empresa com estrutura acionária concentrada (HERMALIN; WEISBACH, 2003). Nesta última, a presença de um acionista controlador é marcante, pois o mesmo atua como o principal gestor da empresa ou indica alguém de confiança para essa função, havendo, conforme Tavares Filho (2006), sobreposição de propriedade e controle.

A auditoria interna analisa o desempenho financeiro e operacional da empresa através da avaliação dos controles internos. A independência do departamento de auditoria é indispensável, porque reforça o controle de recursos financeiros, bem como o desempenho operacional da organização, ambos interligados com uma melhor governança corporativa (BRONSON; CARCELLO; HOLLINGSWORTH, 2009).

A auditoria externa é responsável por atestar a veracidade das informações contábeis, verificando sua conformidade com as normas e os regulamentos. Por isso, no entendimento de Tavares Filho (2006) a contratação de uma auditoria externa sinaliza transparência ao mercado, protegendo os interesses dos seus investidores.

No mercado de aquisição hostil, um dos mecanismos externos de governança, ocorre uma operação onde uma empresa adquire o controle de outra por meio da aquisição de suas ações ordinárias, denominada aquisição hostil ou *takeover*. Normalmente, essa operação de compra ocorre contra a vontade dos acionistas e funciona como um mecanismo de governança corporativa na medida em que os gestores devem atentar ao fato de que essa alteração no

controle acionário pode acarretar mudanças e/ou perda de seus empregos. Dessa forma, os gestores devem priorizar os interesses dos acionistas, maximizando sua riqueza e, quando possível, reverter o processo para evitar novas aquisições que modifiquem o controle acionário (CHATTERJEE; HARRISON; BERGH, 2003).

Os agentes do mercado financeiro impõem políticas de mercados, disciplinando as atividades nesse ambiente, sendo assim um mecanismo de governança. Outro mecanismo de governança externo é o mercado de trabalho competitivo, onde os gestores em atividade sentem-se pressionados a melhorar o seu perfil perante a empresa devido à concorrência do mercado, apto a fornecer profissionais qualificados para exercerem cargos executivos (TAVARES FILHO, 2006).

Em relação aos mecanismos de governança no Brasil, Silveira (2004) comenta que há uma alta concentração de propriedade, inexistência de mercados hostis, controle familiar e pouca utilização de *stock options* (opções de ações) na remuneração de executivos.

2.3.1 A governança corporativa no Brasil

O desenvolvimento da governança corporativa no Brasil acompanha a regulação do mercado acionário brasileiro, no início dos anos de 1970, junto com a criação da Lei 6.404/76 que dispõe sobre as sociedades por ações - Lei das S/A (CARVALHO, 2002). Ainda, segundo o referido autor, nos anos de 1990, a falência de algumas companhias abertas evidenciou a fraca administração e abuso por parte de grupos controladores, forçando algumas empresas a reverem o tratamento dado a acionistas minoritários.

No intuito de melhorar as práticas de governança corporativa, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) elaborou o código de melhores práticas de governança e CVM a cartilha de governança corporativa, elaborados com base nos principais códigos internacionais dessa temática (ROGERS; RIBEIRO, 2004).

A promulgação da Lei 10.303/01 foi um marco importante para a governança corporativa, de acordo com Medeiros Júnior e Boente (2012), pois suas alterações favoreceram a transparência das informações na tentativa de diminuir os riscos dos acionistas minoritários e maximizar sua atuação no controle das entidades. Também no ano 2001, a McKinsey e a Korn/Ferry realizaram uma pesquisa para investigar o perfil da governança corporativa no país, a qual, segundo Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007), resultou nas seguintes características: forte concentração de propriedade em poucos acionistas majoritários, sobreposição entre propriedade e liderança executiva, acionistas minoritários

pouco ativos, estruturas e procedimentos de governança geralmente informais e, por fim, nível de transparência insuficiente de acordo com os investidores.

Para Tavares Filho (2006), o modelo emergente de governança corporativa no Brasil vem, paulatinamente, incorporando uma remuneração variável mais difundida, estruturas formais dos conselhos (presença de comitês), sobreposição moderada da propriedade e gestão, acionistas não controladores, mas ativos, dentre outros aspectos, modificando o perfil da governança mencionado na pesquisa realizada pela McKinsey e pela Korn/Ferry.

Um importante mecanismo para garantir a incorporação do conteúdo normativo das práticas de governança nas organizações é a criação de mercados alternativos (FISS, 2008). No Brasil, a Bovespa foi responsável pela principal atuação na busca por melhores práticas de governança através da instituição, no final do ano 2000, do Novo Mercado (NM) e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) (ROGERS; RIBEIRO, 2004).

Os benefícios decorrentes da criação dos NDGC são apresentados por Santana (2001) sob a perspectiva das empresas e dos investidores. As empresas melhoram a sua imagem institucional, por meio de maior visibilidade e demanda pelas ações, além da valorização destas e de um menor custo de capital. Os investidores melhoram suas previsões de investimento devido à maior segurança no processo decisório.

O Quadro 1 apresenta os NDGC da BM&F Bovespa, diferenciando-os quanto as suas principais características.

Quadro 1 – NDGC da BM&F Bovespa

Características	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Características das ações emitidas	Existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes		Mínimo de três membros (conforme legislação)	
Demonstrações Financeiras Anuais em padrões internacionais	US GAAP ou IFRS		Facultativo	
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/08/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Reunião pública anual e calendários de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo

Fonte: Adaptado de Rossoni (2009)

A criação do NM e dos NDGC teve como objetivo promover o reconhecimento por parte dos investidores da qualidade das ações das empresas que adotassem as práticas exigidas pelos novos segmentos, e, devido a isso, sentissem-se atraídos a investirem nessas empresas (SIRQUEIRA; KALATZIS; TOLEDO, 2007). Como consequência, os investidores que buscassem qualidade estariam dispostos a pagar um prêmio por essas ações, resultando assim, em sua valorização, devido à implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa.

Para Ribeiro Neto e Fama (2002), o Novo Mercado da Bovespa destina-se a negociações de companhias que se submetem, voluntariamente, às exigências mais avançadas no que se refere aos direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa.

Além disso, observa-se, conforme o Quadro 1, que as empresas listadas nesse NDGC apresentam suas informações divulgadas em US GAAP ou IFRS e são obrigadas a realizarem

reunião pública anual, apresentando o calendário de eventos corporativos. Também é exigido que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias (ações com direito a voto), estendendo para todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).

Em relação à distribuição pública de ações, os NDGC possuem esforços voltados para a dispersão acionária, evitando assim a concentração acionária, a qual potencializa os conflitos de agência. Para o mercado tradicional não há regra quanto à distribuição pública de ações.

Dessa forma, percebe-se que a adesão a NDGC proporciona maior confiança ao mercado, funcionando, no caso do Novo Mercado no Brasil, como um selo de qualidade devido à implantação de práticas diferenciais de governança, que trazem maior segurança e transparência para os investidores (CARVALHO, 2002).

2.4 ESTUDOS RECENTES

A preocupação com a sustentabilidade empresarial tem acarretado mudanças nas informações disponibilizadas (*disclosure*) aos seus usuários. Essa divulgação também contempla os investimentos socioambientais, os quais trazem uma melhoria na imagem institucional com o intuito de legitimar a atividades da empresa. Nesse sentido, vem sendo difundida a divulgação de informações como uma prestação de contas baseada nas perspectivas sociais, ambientais, econômicas e éticas (UNERMAN; BENNETT, 2004).

Diversas pesquisas, nacionais e internacionais, estudam o impacto das variáveis *disclosure*, investimentos socioambientais e governança corporativa, as quais serão apresentadas nesse tópico.

Santana, Périco e Rebelatto (2006) avaliaram a importância dos investimentos socioambientais para o desempenho financeiro corporativo de empresas distribuidoras de energia elétrica, sendo identificadas fortes relações entre o desempenho financeiro e os investimentos socioambientais.

A evidenciação de informações sobre custos e investimentos ambientais faz parte dos estudos de Rover, Borba e Borgert (2008). Os resultados demonstram que 38% das empresas evidenciaram informações referentes a custos ambientais e 97% delas divulgaram investimentos em meio ambiente. Dentre os custos ambientais, verificou-se que os mesmos referem-se aos custos decorrentes de danos ambientais. Já os investimentos são realizados em projetos ou programas ambientais.

Murcia (2009) investigou os fatores determinantes do *disclosure* voluntário de companhias abertas do Brasil. A divulgação voluntária é aquela que excede o que é recomendado pela lei e representa uma livre escolha da companhia em divulgar informações adicionais. Os resultados demonstram que a rentabilidade, o setor de atuação e a origem do controle acionário foram significativos para explicar o nível de *disclosure* voluntário das companhias.

A associação entre a divulgação corporativa ambiental, o gerenciamento de resultados e o impacto da governança corporativa foram analisados nos estudos de Sun *et al* (2010) em uma amostra de 245 empresas britânicas. Nenhuma associação estatisticamente significativa foi verificada entre as variáveis de desempenho e divulgação ambiental. No entanto, verificou-se que a presença do comitê de auditoria, atributo de governança corporativa, afeta a relação entre a divulgação corporativa ambiental e o gerenciamento de resultados.

Os estudos de Gondrige (2010) apresentam os fatores explicativos do *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto. Fizeram parte do estudo 225 empresas listadas na BM&F Bovespa. O *disclosure* foi analisado sob a perspectiva da evidenciação de informações relacionadas a cinco dimensões: informações gerais sobre a empresa; informações relacionadas a administradores e a empregados; informações estatísticas e não financeiras; projeções e, por fim, discussões e análises financeiras. De acordo com os resultados, as variáveis mais significativas para explicar o *disclosure* das empresas foram o tamanho da empresa, a existência de comitê de auditoria e sustentabilidade, o tamanho do conselho de administração, se é auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria e a emissão de ADR (se é listada na bolsa de valores de Nova Iorque).

Nunes *et al* (2010) discutiram a respeito das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao ISE da BM&F Bovespa, tais como tamanho da empresa, setor de atividade, concentração acionária, localização do controle acionário, o fato de a empresa ser emissora de ADR e ser de propriedade estatal. Os resultados apontam que o tamanho das empresas e o setor de atividade são fatores determinantes para adesão das empresas ao ISE. As demais variáveis, estatisticamente, não apresentaram relação de influência.

Machado, M.; Machado, M. A.; e Santos (2010) entendem que os investimentos socioambientais são realizados como um mecanismo para legitimar suas atividades. Por isso, foi investigado se o impacto ambiental decorrente da atividade econômica interfere no volume de investimentos socioambientais. Os resultados evidenciaram, estatisticamente, que as empresas cuja atividade não causa impacto ambiental estão mais propensas a realizarem

baixos investimentos comparadas àquelas que causam alto impacto ambiental e que, para legitimar suas atividades, necessitam de maiores investimentos socioambientais.

Orellano e Quiota (2011) investigaram se investimentos em práticas socioambientais proporcionam maior retorno financeiro para as empresas, havendo uma relação positiva entre essas variáveis.

Suttipun e Stanton (2012) analisaram o conteúdo de divulgação de informações ambientais fornecidas nos relatórios anuais das empresas cotadas na Bolsa de Valores da Tailândia e a relação entre a quantidade de divulgação e as características das empresas. Os resultados indicam que 62 empresas (83%) forneceram informações ambientais em seus relatórios anuais. Os temas mais comuns de divulgação eram a política ambiental, as atividades ambientais e a gestão de resíduos, havendo uma relação positiva entre a quantidade de divulgações e o tamanho da empresa.

Elsakit e Worthington (2012) investigaram os fatores determinantes da divulgação social e ambiental. Os resultados evidenciaram que características da empresa, governança corporativa e os fatores institucionais influenciam na qualidade do *disclosure* corporativo. No entanto, para Aerts, Cormier e Magnan (2008), avaliar o efeito da política de divulgação ambiental de uma empresa nos mercados acionários é bastante difícil, pois a maioria de suas ações não são imediatamente visíveis.

A relação entre os relatórios de sustentabilidade e os atributos de governança corporativa das 100 maiores empresas australianas listadas na *Australian Stock Exchange* foi investigada por Kathyayini, Tilt e Lester (2012). Os resultados apontaram uma relação positiva entre as informações dos relatórios ambientais e as proporções de conselheiros independentes e femininos na empresa. Isso sugere que a estrutura e a composição do conselho são importantes, pois ambas apresentaram efeito significativo sobre a quantidade de informações divulgadas pelas empresas.

Htay *et al* (2012) pesquisaram o impacto da governança corporativa na divulgação de informações sociais e ambientais das instituições financeiras (bancos) cotados da Malásia. As características de governança analisadas foram a composição do conselho, o tamanho da empresa e a estrutura de propriedade. Os resultados mostram que um conselho menor, com maior percentual de conselheiros independentes, o tamanho da firma e a estrutura de propriedade apresentaram influência na divulgação de informações.

Baseando-se na teoria dos *stakeholders*, Michelon e Parbonetti (2012) analisaram a influência do comitê de sustentabilidade na divulgação de informações, com o intuito de verificar se a boa governança corporativa e práticas de divulgação em sustentabilidade podem

ser vistas como mecanismo complementar de legitimidade para o diálogo das empresas com seus usuários. Os resultados empíricos mostram uma fraca relação entre a presença de um comitê de sustentabilidade e a divulgação de informações. Pode haver duas possíveis explicações para este resultado: não foi considerada a idade do comitê e, por isso, não se sabe quando, em média, as empresas começaram a considerar as questões de sustentabilidade em nível de diretoria. Por outro lado, se o comitê é relativamente novo, a sua eficácia pode ainda não ser evidente.

As características da governança corporativa e sua relação com o *disclosure* da sustentabilidade nas empresas brasileiras de capital aberto foram investigadas por Bonfim, Monte e Teixeira (2013). As características da governança corporativa estudadas foram dualidade do CEO, presidência do conselho de administração, comitê ou órgão de sustentabilidade, diretores independentes e *board interlocking*. Os resultados indicam que a idade da empresa, o tamanho (representado pelo ativo total) e o sexo do presidente do conselho de administração são significativos para a divulgação de informações.

Observou-se que a maioria dos estudos apresentam relação positiva entre a divulgação associado aos investimentos socioambientais e/ou a governança corporativa. Isso sugere que as organizações valorizam a postura pautada na sustentabilidade empresarial, como forma de melhorar sua imagem institucional no mercado, refletindo diretamente na valorização das ações pelos investidores.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, procura-se expor as perspectivas metodológicas que conduziram o trabalho de investigação quanto à coleta, ao tratamento e à análise dos dados. Minayo (2002, p. 16) entende a metodologia como “o caminho do pensamento e a prática exercida na abordagem da realidade”, incluindo concepções teóricas e o conjunto de técnicas para a construção da realidade por meio da pesquisa.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

O estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva quanto aos objetivos. Segundo Martins (2002, p. 36), a pesquisa descritiva “tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos”.

No que diz respeito aos procedimentos, foram realizadas pesquisas bibliográficas e documentais. A pesquisa bibliográfica compreende toda a bibliografia do tema em estudo composta principalmente de livros e artigos científicos. A pesquisa documental compreende os relatórios da administração e os relatórios de sustentabilidade e tem o propósito de verificar as informações divulgadas referentes à sustentabilidade, aos investimentos socioambientais e às características da governança corporativa.

Quanto à abordagem do problema caracteriza-se como qualitativa. No entanto, para responder ao problema de pesquisa, que é verificar a relação entre o *disclosure* ambiental, econômico e social das empresas listadas no ISE com os investimentos socioambientais e a governança corporativa, utilizaram-se métodos estatísticos, especificamente, a regressão com dados em painel.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E DO PERÍODO DE ESTUDO

Selecionaram-se as empresas com ações negociadas em bolsa de valores, a BM&F Bovespa, e ainda aquelas organizações que adotam ações ambientais e sociais no seu ambiente institucional, considerando que estas empresas têm características que permitem responder ao problema de pesquisa por implantarem a sustentabilidade no seu negócio.

Dessa forma, a escolha das empresas estudadas ocorreu através de uma amostragem não probabilística, por acessibilidade dos dados, considerando suas condutas ambientais e, por

isso, as empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) fazem parte deste estudo. A BM&F Bovespa atribui a relevância do ISE ao seu conteúdo informacional, considerando que o mesmo é uma ferramenta que possibilita a análise da *performance* das empresas sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, unindo os conceitos de eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa.

Em sua totalidade, a carteira do ISE é composta por 51 ações de 37 companhias brasileiras, representantes de 16 setores de mercado diferentes. Neste estudo, são incluídas na amostra 25 empresas listadas no ISE, que fazem parte da Carteira Teórica Anual no período de setembro a dezembro de 2013, conforme demonstra o Quadro 2.

As empresas do setor financeiro (bancos, instituições financeiras e seguradoras) foram excluídas por possuírem produção e consumo de recursos de maneira distinta das empresas em estudo, o que sugere ter elementos diferentes no que se refere ao impacto ambiental em consequência da natureza da sua atividade. Além disso, a CCR, a Coelce, a Even Construtora e Incorporadora e a Fibria foram excluídas da amostra por ausência de dados referentes ao objeto deste estudo, no que se refere aos investimentos socioambientais.

Quadro 2 – Empresas estudadas

EMPRESA	SETOR DE ATUAÇÃO
AES TIETE	Energia Elétrica
BRASKEM	Petroquímicos
BRF S.A.	Carnes e Derivados
CEMIG	Energia Elétrica
CESP	Energia Elétrica
COPASA	Água e Saneamento
COPEL	Energia Elétrica
CPFL ENERGIA	Energia Elétrica
DURATEX	Madeira
ECORODOVIAS	Exploração de Rodovias
ELETOBRAS	Energia Elétrica
ELETROPAULO	Energia Elétrica
ENERGIAS BR	Energia Elétrica
GERDAU S.A.	Siderurgia
LIGHT S.A.	Energia Elétrica
NATURA COSMETICOS S.A.	Produtos de Uso Pessoal
OI	Telefonia fixa
SABESP	Água e Saneamento
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Papel e Celulose
TELEF BRASIL	Telefonia fixa
TIM PART S.A.	Telefonia móvel
TRACTEBEL	Energia Elétrica
ULTRAPAR	Distribuição de combustíveis
VALE	Minerais metálicos
WEG S.A.	Motores, Compressores e Outros

Fonte: Elaborado pela autora a partir de informações da BM&F Bovespa

Observa-se que a maioria das empresas atua em setor de alto impacto ambiental no exercício de suas atividades tais como o setor de energia elétrica, petroquímicos, papel e celulose, siderurgia e minerais metálicos. Outras atividades, tais como a prestação de serviços, embora o impacto ambiental não esteja diretamente associado à atividade principal, decorrem da sua própria atividade administrativa.

O período de análise refere-se aos anos 2010, 2011 e 2012. Embora o ISE tenha sido criado em 2005, o presente estudo limita-se aos três últimos anos em virtude de ser necessária a consolidação e a aceitação desse índice pelo mercado e validado cientificamente. Além disso, a crise mundial de 2008 também afetou as decisões no mercado brasileiro e, por esse motivo, a análise foi realizada a partir de 2010 na tentativa de minimizar os efeitos dessa situação, a qual pode comprometer os resultados da pesquisa.

3.3 BASE DE DADOS E TÉCNICA PARA COLETA DE INFORMAÇÕES

A análise e a interpretação dos dados têm como objetivo a organização sistemática dos dados de forma que possibilitem o fornecimento de respostas ao problema de investigação (GIL, 2010). Assim, analisar os dados significa trabalhar com o material obtido durante o processo investigatório, o qual, neste estudo, foi a pesquisa documental.

As técnicas utilizadas para análise dos dados variam em função do plano estabelecido para a pesquisa. Colauto e Beuren (2010) apresentam algumas dessas técnicas, dentre as quais se destacam: análise de conteúdo, análise descritiva e análise documental.

Neste estudo é utilizada a análise de conteúdo. Bardin ([1977?]) classifica esta técnica em três fases: pré-análise, exploração do material e tratamento dos resultados, inferência e interpretação.

A *pré-análise* consiste na organização dos dados da pesquisa, da operacionalização e sistematização das ideias iniciais. Nessa fase, foram analisados os relatórios anuais e/ou relatórios de sustentabilidade referentes aos anos 2010, 2011 e 2012 obtidos a partir do *website* de cada empresa com o intuito de estabelecer o *disclosure* e identificar os investimentos socioambientais e as características da governança corporativa de cada companhia.

A *exploração do material* diz respeito às “operações de codificação, desconto ou enumeração, em função de regras previamente formuladas” (BARDIN, [1977?], p. 101). Nessa fase, os dados da pesquisa são estudados com mais profundidade para se definirem as unidades de registro que serão usadas pelo pesquisador.

Para estabelecer o *disclosure* da sustentabilidade utilizou-se a proposta de Murcia (2009), o qual dividiu as informações em categorias e subcategorias, codificando-as no intuito de agrupá-las conforme sua natureza e características em comum.

Posteriormente, identificaram-se os gastos relacionados aos investimentos socioambientais e às características da governança corporativa, associando essas variáveis ao *disclosure* da sustentabilidade para verificar qual a relação entre as mesmas.

Já as características da governança corporativa remetem à transparência das ações, ocasionando maior confiança para os seus *stakeholders* (CUNHA; RIBEIRO, 2006). Assim, essas variáveis, quando associadas à divulgação, demonstram a preocupação das empresas quanto à sustentabilidade.

Na fase de *tratamento dos resultados, inferência e interpretação*, Bardin ([1977?]) recomenda que os dados da pesquisa sejam tratados de maneira a se tornarem significativos e válidos. Assim, utilizou-se o uso de porcentagens, tabelas, gráficos, etc. de modo a facilitar para o leitor o entendimento quanto aos resultados da pesquisa, e realizou-se um tratamento estatístico para verificar a relação entre as variáveis.

3.4 VARIÁVEIS ANALISADAS E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

As variáveis adotadas nesta pesquisa basearam-se na hipótese de que existe uma relação entre o *disclosure* da sustentabilidade e os investimentos socioambientais, como também com a sua governança corporativa. Neste tópico são apresentadas as principais variáveis da pesquisa, incluindo as variáveis de controle.

3.4.1 Variável dependente: *disclosure* da sustentabilidade (DISC)

Adotou-se como *proxy* para investigar o *disclosure* a métrica desenvolvida por Murcia (2009), o qual investigou os fatores determinantes do *disclosure* voluntário de companhias abertas do Brasil, pois as informações econômicas, ambientais e sociais correspondem às relativas ao tripé da sustentabilidade.

As informações econômicas contemplam seis categorias: ambiente de negócios, atividade operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras, índices financeiros e governança corporativa, totalizando 42 subcategorias, conforme demonstra o Quadro 3.

Quadro 3 – Métrica para Análise do Disclosure: informações econômicas

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
Ambiente de Negócios	Efeito dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerras)
	Discussão do setor em que a empresa atua
	Discussão da concorrência
	Relacionamento com fornecedores
	Satisfação dos clientes
	<i>Market share</i>
	Identificação dos riscos do negócio
	Exposição Cambial
Atividade Operacional	Narrativa da estória da empresa
	Estrutura Organizacional
	Aspectos tecnológicos da atividade operacional
	Informações por segmento ou linha de negócio
	Utilização da capacidade produtiva
	Indicadores de eficiência
	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados
	Unidades vendidas
Aspectos Estratégicos	Objetivos, metas e planos futuros da empresa
	Perspectiva de novos investimentos
	Principais mercados de atuação
	Perspectiva de novos mercados que a empresa pretende atuar
	Política de reinvestimento dos lucros
	Pesquisa e desenvolvimento
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços
Preços dos produtos e serviços da empresa	
Informações Financeiras	Correção monetária
	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS
	Informações detalhadas sobre o custo dos produtos (CMV, CPV)
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)
	Valor de mercado
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)
	Indicadores de Liquidez (liquidez corrente, seca)
	Indicadores de Endividamento
	EBITDA
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa
	Composição do conselho fiscal
	Composição do conselho de administração
	Identificação dos principais administradores
	Remuneração dos administradores
	Remuneração dos auditores
	Principais acionistas
Relacionamento com os investidores	

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

Foi excluída da métrica desenvolvida por Murcia (2009), na categoria de Informações Financeiras, a subcategoria Demonstração dos Fluxos de Caixa, pois após a adoção da Lei 11.638/07 tornou-se obrigatória e as informações relativas à sustentabilidade são voluntárias.

O segundo grupo da métrica refere-se às informações ambientais e está dividido em oito categorias: políticas ambientais, gestão e auditoria ambiental, impactos dos produtos e processos no meio ambiente, energia, informações financeiras ambientais, educação e pesquisa ambiental, mercado de crédito de carbono e outras informações ambientais. Cada categoria apresenta suas subcategorias (totalizando 29) conforme mostra o Quadro 4.

Quadro 4 – Métrica para Análise do Disclosure: informações ambientais

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
Políticas Ambientais	Declaração de políticas, práticas, ações atuais
	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais
	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental
	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais
	Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão e Auditoria Ambiental	Gestão ambiental
	ISO 9000
	Auditoria Ambiental
Impactos dos produtos e processos no meio ambiente	Desperdícios e resíduos
	Reciclagem
	Desenvolvimento de produtos ecológicos
	Uso eficiente e/ou reutilização da água
	Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada, etc)
	Reparos aos danos ambientais
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações
	Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia
	Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia
Informações financeiras ambientais	Investimentos ambientais
	Custos e/ou despesas ambientais
Educação e pesquisa ambiental	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)
	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Mercado de crédito de carbono	Projetos de mecanismo de desenvolvimento limpo (MDL)
	Créditos de carbono
	Emissão de gases de efeito estufa (GEE)
	Certificados de emissões reduzidas (CER)
Outras informações ambientais	Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável
	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento
	Conservação da biodiversidade
	Relacionamento ambiental com os <i>stakeholders</i>

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

Na categoria informações financeiras ambientais foram excluídas da métrica de Murcia (2009) as subcategorias práticas contábeis de itens ambientais, passivo ambiental, seguro ambiental e ativos ambientais intangíveis, pois não se trata de investimentos, e deseja-se investigar apenas os investimentos socioambientais.

O terceiro grupo da métrica contempla as informações sociais que incluem três categorias: informações financeiras sociais, produtos e serviços e colaboradores, totalizando 14 subcategorias, conforme demonstra o Quadro5.

Quadro 5: Métrica para Análise do Disclosure: Informações Sociais

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
Informações Financeiras Sociais	Menção ao valor adicionado ou distribuído
	Investimentos de caráter social
	Gastos em projetos sociais
Produtos/serviços	Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança
	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços
Colaboradores (Não administradores)	Número de funcionários
	Remuneração dos funcionários
	Benefícios aos funcionários
	Satisfação dos funcionários
	Informação sobre minorias nas forças de trabalho
	Educação e treinamento dos funcionários
	Segurança no local de trabalho
	Dados sobre acidentes de trabalho
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

Em síntese, a métrica para análise do *disclosure* da sustentabilidade utilizada neste estudo contém 42 subcategorias econômicas, 29 subcategorias ambientais e 14 subcategorias sociais, totalizando 85 subcategorias a serem analisadas.

A métrica desenvolvida por Murcia (2009) avalia cada uma das categorias referentes às informações econômicas, ambientais e sociais de forma binária. Caso a empresa divulgue uma informação de determinada subcategoria, atribui-se o valor um (1) e caso contrário zero (0). O *disclosure* da sustentabilidade é obtido pelo número de subcategorias evidenciadas pela empresa, dividido pelo número total de subcategorias que, nesse caso, é 85.

Dessa forma, observa-se que a métrica empregada neste estudo possui caráter quantitativo, avaliando apenas a existência ou não de determinada informação. No entanto, Beattie, McInnes e Fearnley (2004) entendem que a quantidade do *disclosure* é uma *proxie* para a qualidade, devido à dificuldade de acesso da qualidade da divulgação. Assim, a quantidade de informações divulgadas, através de um *check list*, é uma medida adequada do *disclosure* corporativo (BERETTA; BOZZOLAN, 2008).

É importante destacar que a métrica desenvolvida por Murcia (2009) e aplicada neste estudo não atribui pesos para os diferentes tipos de informação, pois considerando que os usuários da contabilidade possuem interesses distintos, torna-se difícil julgar qual informação

é mais relevante. Além disso, a aplicação dessa métrica não foca em um tipo de usuário particular, mas em todos os usuários da informação contábil. Tem-se a ideia de que pesos iguais refletem a percepção de todos os usuários, sem privilegiar determinado grupo. Por isso, as informações foram mensuradas sem a atribuição de pesos.

3.4.2 Variáveis explicativas

Entende-se que o *disclosure* da sustentabilidade sofre influência dos investimentos socioambientais realizados e da governança corporativa. Neste estudo, foram investigados o nível de governança que a empresa se encontra na BM&F Bovespa e a presença do Comitê de Sustentabilidade, ambos considerados como mecanismos de governança.

Para esta pesquisa os investimentos socioambientais e a governança corporativa, juntamente com outras variáveis, tais como idade, tamanho, tempo no ISE, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e endividamento, explicam o *disclosure* sustentabilidade das companhias, as quais serão descritas a seguir.

a) Investimentos socioambientais

Na percepção de Vellani e Nakao (2003), os investimentos socioambientais são todos os gastos incorridos, ou a incorrer, para aquisição de ativos destinados ao processo de preservação, controle e recuperação do meio ambiente, visando um bom relacionamento da empresa com a comunidade onde atua, de modo a contribuir com o desenvolvimento sustentável daquela região, trazendo benefícios futuros para a sociedade.

Os investimentos sociais (IS) utilizados nesta pesquisa foram coletados a partir das informações apresentadas no Balanço Social modelo Ibase de cada empresa, focalizando os investimentos sociais externos que representam a efetiva contribuição à sociedade. Quando essa informação não estava disponível, realizou-se uma análise de conteúdo dos seus relatórios de sustentabilidade a fim de identificá-los. Também se investigou a aplicação desses recursos de acordo com a sua destinação em cultura, educação, esportes ou saúde, conforme sugere o modelo do Balanço Social.

Os investimentos ambientais (IA) também foram identificados a partir do Balanço Social modelo Ibase de cada empresa, que sugere a sua classificação em investimentos relacionados com a produção/operação da empresa e investimentos em programas e/ou projetos externos. Contudo, utilizando apenas essa classificação não é possível identificar a

efetiva destinação desses investimentos ambientais. Por isso, associaram-se as informações fornecidas pelo Balanço Social a uma referência de desempenho ambiental, o indicador EN30 do modelo *Global Reporting Initiative* (GRI), que trata do detalhamento dos investimentos e gastos ambientais.

Considerando que as empresas investigadas compreendem diversos setores e tamanhos, não foram utilizados os investimentos brutos, mas um índice sugerido por Machado *et al* (2012), calculado a partir da receita líquida de cada empresa da seguinte forma:

PIA = IA/RL (PIA corresponde à parcela de investimentos ambientais).

PIS = IS/RL (PIS representa a parcela de investimento social e RL a receita líquida do período).

Verifica-se que os investimentos socioambientais correspondem à parcela da receita líquida para cada período em análise. Alguns estudos apontam que os investimentos socioambientais demonstram o compromisso da empresa com a sustentabilidade, havendo também uma correlação positiva entre investimento socioambiental e desempenho financeiro (ORELLANO; QUIOTA, 2011; MACHADO *et al*; 2012). Além disso, conforme a teoria da divulgação, as informações que são associadas a uma boa imagem institucional, como é o caso dos investimentos socioambientais, tendem a ser mais divulgadas do que aquelas que não são.

Assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa: *Empresas que realizam investimentos sociais e ambientais possuem maior disclosure da sustentabilidade (H1)*.

b) Comitê de Sustentabilidade (COMITÊ)

A presença de um conselho ou comitê de responsabilidade corporativa ou de sustentabilidade influencia positivamente no *disclosure* e na implantação de práticas voltadas à sustentabilidade corporativa, na tentativa de mostrar aos seus *stakeholders* que a companhia se preocupa com o meio ambiente e o bem-estar de toda a sociedade (ULLMAN, 1985; ZAHRA; PEARCE, 1989; MICHELON; PARBONETTI, 2012).

Sendo assim, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa: *Empresas que possuem um comitê de sustentabilidade ou órgão de responsabilidade social na estrutura da governança corporativa têm maior disclosure da sustentabilidade (H2)*.

Essa variável foi tratada como *dummy*, analisada de forma binária, assumindo o valor igual a um (1) quando há presença de um comitê de sustentabilidade ou responsabilidade social corporativa, e zero (0) caso contrário.

c) Níveis de governança corporativa

Em mercados com baixa proteção aos acionistas, a exemplo do Brasil, as empresas possuem dificuldades de financiamento externo, acarretando a adoção de mecanismos que demonstrem aos investidores confiabilidade, a qual é alcançada por meio da implantação de práticas de governança corporativa (LEUZ, 2006).

A adoção de mecanismos de governança também contribui para a valorização da empresa, devido à redução dos conflitos de agência, através da divulgação. Com isso, aumenta a demanda por investimentos seguros, valorizando a imagem institucional dessas empresas.

Dessa forma, elaborou-se a seguinte hipótese de pesquisa: *Empresas que participam dos Níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa possuem maior disclosure da sustentabilidade (H3).*

No mercado brasileiro os níveis de governança corporativa são *proxies* utilizadas pela literatura como indicativo de adoção de práticas diferenciadas de governança. As empresas brasileiras de capital aberto têm a opção de aderir aos Níveis de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) da BM&F Bovespa.

Utilizou-se uma variável dicotômica para o Novo Mercado (NM), outra para o Nível 1 de governança (N1) e uma terceira (OUTROS) onde estavam incluídas as empresas do Nível 2 e do mercado tradicional. Assim, caso a empresa esteja listada no Novo Mercado, essa variável irá assumir valor igual a 1 (um) e as demais variáveis (N1 e OUTROS) assumem valor 0 (zero). Mas, se a empresa não estiver listada em nenhum nível de governança a variável OUTROS assumirá valor igual a 1 (um) e as demais (N1 e NM) assumem valor 0 (zero).

d) Endividamento (ENDIV)

Estudos empíricos apontam que o endividamento impacta positivamente o *disclosure* social e ambiental das companhias (RICHARDSON; WELKER, 2001; ALCIATORE; DEE, 2006), pois há necessidade de satisfazer os credores com informações para evitar suspeitas de

que há transferência de riquezas para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). Empresas com maior nível de endividamento tendem a divulgar voluntariamente mais informações, pois são monitoradas rigorosamente pelos seus credores e pelas instituições financeiras.

Assim, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa: *Empresas com maiores níveis de endividamento possuem maior disclosure da sustentabilidade (H4)*.

O endividamento de cada companhia foi obtido por meio da divisão do passivo circulante, somado ao não circulante, pelo ativo total das empresas.

e) Idade da empresa (IDADE)

Características específicas da empresa, tais como tamanho, idade, rentabilidade e o tipo de auditor impactam na divulgação com base em argumentos teóricos, que incluem teoria da agência e teoria da sinalização (ROBERTS, 1992).

Corroborando esse pensamento, (HANIFFA; COOKE, 2002) identificaram que a idade ou o tempo de atuação das companhias é um fator determinante para o disclosure corporativo, ou seja, quanto mais tempo a empresa está no mercado, maior o volume de informações disponibilizadas.

Diante desse contexto, temos a seguinte hipótese de pesquisa: *Empresas com maior tempo de atuação no mercado possuem maior disclosure da sustentabilidade (H5)*.

Para identificar a idade da empresa, investigou-se o tempo de atuação da firma no mercado, desde a sua abertura, a partir da inserção do seu Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CMV).

f) Tamanho da empresa (TAM)

Vários estudos realizaram uma análise do impacto que o tamanho das empresas pode ter sobre a sua divulgação (CORMIER; MAGNAN; VAN VELTHOVEN, 2005; ALCIATORE; DEE, 2006; CUNHA; RIBEIRO, 2006; ROVER, 2013), identificando que empresas maiores possuam um maior *disclosure*.

Nesse sentido, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa: *Empresas maiores possuem maior de disclosure da sustentabilidade (H6)*.

Como *proxy* para o tamanho da empresa, utilizou-se o logaritmo natural do Ativo Total para cada ano analisado.

g) Rentabilidade (ROE)

As empresas rentáveis são mais visíveis para o público e suas atividades facilmente são observadas pela sociedade. Por isso, empresas lucrativas divulgam informações para legitimar a sua existência, demonstrando a sua contribuição para o bem-estar social (HANIFFA; COOKE, 2005).

A teoria da sinalização postula que as empresas mais rentáveis fornecem ao mercado mais informações para demonstrar, através da divulgação, que são melhores e, por isso, aumentam sua vantagem competitiva frente aos seus concorrentes (SONNIER; CARSON; PAULA, 2007; MURCIA, 2009).

Dessa maneira, espera-se que empresas com melhor desempenho tenham melhor divulgação, porque, conforme a seleção adversa, se o desempenho de uma empresa é muito bom, é natural que a divulgação seja incentivada, já que a ausência de informações pode ser interpretada como um mau desempenho.

A existência de uma relação entre as divulgações e a rentabilidade da companhia permite o desenvolvimento da seguinte hipótese: *Empresas com maior rentabilidade possuem maior disclosure da sustentabilidade (H7)*.

A *proxy* utilizada para a rentabilidade foi o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), calculado a partir da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido do período.

h) Tempo no ISE (TISE)

O ISE inclui empresas comprometidas com a responsabilidade social e a sustentabilidade corporativa, atuando como incentivador das boas práticas empresariais (HOLANDA; MAPURUNGA, 2012). Desse modo, espera-se que os gerentes das empresas incluídas no ISE tenham um maior incentivo para evidenciar informações, já que as mesmas têm comprometimento com a sustentabilidade empresarial. Dessa forma, considerando que a idade da empresa influencia o *disclosure* (ROBERTS, 1992; HANIFFA; COOKE, 2002), é possível associá-la a sua permanência no ISE.

Por isso, propõe-se a seguinte hipótese: *Empresas com maior tempo de permanência no ISE possuem maior disclosure da sustentabilidade (H8)*.

O tempo de permanência no ISE foi mensurado pelo número de vezes em que a empresa foi listada, desde a sua criação no ano 2005.

A seguir, resumidamente, são apresentadas as variáveis explicativas e as hipóteses de pesquisa através do Quadro 6.

Quadro 6 – Resumo das variáveis estudadas e hipóteses de pesquisa

Variável Explicativa	Referências	Hipóteses
Investimentos Socioambientais	Orellano e Quiota (2011); Machado <i>et al</i> (2012).	Empresas que realizam investimentos sociais e ambientais possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Comitê de Sustentabilidade	Michelon e Parbonetti (2012).	Empresas que possuem um comitê de sustentabilidade ou órgão de responsabilidade social na estrutura da governança corporativa têm maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Níveis de Governança Corporativa	Kathyayini, Tilt e Lester (2012); Htal <i>et al</i> (2012).	Empresas que participam dos Níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Endividamento	Richardson e Welker (2001); Alciatore e Dee (2006).	Empresas com maiores níveis de endividamento possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Idade da empresa	Roberts (1992); Haniffa e Cooke (2002).	Empresas com maior tempo de atuação no mercado possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Tamanho da empresa	Cormier, Magnan e Van Velthoven (2005); Alciatore e Dee (2006); Cunha e Ribeiro (2006); Rover (2013).	Empresas maiores possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Rentabilidade	Haniffa e Cooke (2005); Sonnier, Carson e Paula (2007), Murcia (2009).	Empresas com maior rentabilidade possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.
Tempo no ISE	Roberts (1992); Haniffa e Cooke (2002); Holanda e Mapurunga (2012).	Empresas com maior tempo de permanência no ISE possuem maior <i>disclosure</i> da sustentabilidade.

Fonte: Resultados da pesquisa

3.5 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS: REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL

A análise dos dados busca, inicialmente, descrever as principais práticas do *disclosure* da sustentabilidade das empresas em estudo, os investimentos socioambientais realizados e as características da governança corporativa, conforme descrito no tópico 3.4. Posteriormente, é apresentada a estatística descritiva e os coeficientes de correlação de Pearson, o qual mede o grau de associação entre as variáveis estudadas.

Por fim, para verificar a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade com os investimentos socioambientais e a governança corporativa foi utilizada a análise de regressão com dados em painel. Assim, assumiu-se uma relação de dependência do *disclosure* da sustentabilidade em relação a um conjunto de fatores (variáveis independentes), especificado nas hipóteses formuladas.

De acordo com Gujarati e Porter (2011), o método estatístico indicado para analisar um certo número de empresas, durante determinado período, é o modelo de regressão com dados em painel, pois a mesma unidade de corte transversal (uma empresa, um estado, etc) é acompanhada ao longo do tempo.

Como o *disclosure* das empresas foi analisado durante o período de 2010 a 2012, a regressão com dados em painel é indicada por combinar dados de corte transversal (as 25 empresas) e temporal (os três anos).

A aplicação da regressão com dados em painel tem o intuito de verificar a validade das hipóteses de pesquisa, testando a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade com os investimentos socioambientais e a governança corporativa.

Para testar tal relação, foi necessário incluir variáveis de controle que se referem aos fatores que, na literatura de *disclosure*, interferem na divulgação, a exemplo da idade da empresa, tempo no ISE, rentabilidade (representada pelo ROE), tamanho e endividamento, sendo apresentado da seguinte maneira:

$$\text{DISC}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{PIA}_{it} + \beta_2\text{PIS}_{it} + \beta_3\text{TISE}_{it} + \beta_4\text{IDADE}_{it} + \beta_5\text{NM}_{it} + \beta_6\text{N1}_{it} + \beta_7\text{OUTROS}_{it} + \beta_8\text{COMITE}_{it} + \beta_9\text{TAM}_{it} + \beta_{10}\text{ROE}_{it} + \beta_{11}\text{ENDIV}_{it} + \mu$$

Onde:

DISC = *disclosure* da sustentabilidade da empresa *i* no período *t*

PIA = parcela de investimentos ambientais da empresa *i* no período *t*

PIS = parcela de investimentos sociais da empresa *i* no período *t*

TISE = tempo de participação no ISE da empresa *i* no período *t*

IDADE = idade da empresa *i* no período *t*

NM = nível de governança Novo Mercado da empresa *i* no período *t*

N1 = nível 1 de governança corporativa da empresa *i* no período *t*

OUTROS = nível 2 de governança e mercado tradicional

COMITE = comitê de sustentabilidade da empresa *i* no período *t*

TAM = tamanho da empresa *i* no período *t*

ROE = indicativo de rentabilidade da empresa i no período t

$ENDIV$ = endividamento da empresa i no período t

μ = é o erro da regressão

A estimação desse modelo visa analisar se os investimentos socioambientais e os mecanismos de governança corporativa explicam o *disclosure* das empresas estudadas.

É com foco nesse percurso metodológico que se realizaram as análises das informações coletadas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Essa seção, que traz uma discussão sobre os resultados da pesquisa, está dividida em quatro subseções. A subseção 4.1 apresenta as análises do *disclosure* da sustentabilidade; a 4.2 evidencia os investimentos socioambientais; a subseção 4.3 aborda as características da governança corporativa e, por fim, a subseção 4.4 apresenta os resultados da análise de regressão a fim de verificar a relação entre essas variáveis.

4.1 ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE *DISCLOSURE* DA SUSTENTABILIDADE

O *disclosure* da sustentabilidade das empresas estudadas é analisado a partir do estudo de Murcia (2009) sob a perspectiva da sustentabilidade empresarial, enfatizando a divulgação de informações econômicas, ambientais e sociais. Foi analisada a divulgação de 25 empresas pertencentes ao ISE durante o período de 2010 a 2012, conforme descrito na seção da metodologia.

4.1.1 Práticas de *disclosure*: informações econômicas

As informações econômicas foram analisadas em seis categorias: ambiente de negócios, atividade operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras, índices financeiros e governança corporativa.

Para melhor entendimento das práticas de *disclosure*, nas empresas analisadas, reorganizaram-se essas informações em três tabelas: a primeira delas engloba as categorias: ambiente de negócios, atividade operacional e aspectos estratégicos; a segunda congrega os dados relativos aos aspectos financeiros, ou seja, informações financeiras e índices financeiros; e, na terceira tabela, discute-se a governança corporativa.

A Tabela 1 apresenta a porcentagem de empresas que divulgaram informações relativas à categoria de ambiente de negócios, atividade operacional e aspectos estratégicos no triênio 2010 a 2012.

Tabela 1 – Percentual de divulgação das empresas, segundo categorias no triênio 2010-2012

Categoria	Subcategoria	2010	2011	2012
Ambiente de Negócios	Efeito dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerras)	88%	84%	92%
	Discussão do setor em que a empresa atua	100%	100%	100%
	Discussão da concorrência	28%	40%	32%
	Relacionamento com fornecedores	88%	100%	96%
	Satisfação dos clientes	68%	88%	84%
	<i>Market share</i>	64%	56%	56%
	Identificação dos riscos do negócio	88%	88%	96%
	Exposição Cambial	56%	68%	56%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>72,50%</i>	<i>78%</i>	<i>76,50%</i>
Atividade Operacional	Narrativa da estória da empresa	100%	100%	100%
	Estrutura Organizacional	100%	100%	100%
	Aspectos tecnológicos da atividade operacional	96%	100%	88%
	Informações por segmento ou linha de negócio	88%	88%	84%
	Utilização da capacidade produtiva	92%	92%	80%
	Indicadores de eficiência	64%	84%	72%
	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados	84%	96%	88%
	Unidades vendidas	60%	68%	68%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>85,50%</i>	<i>91%</i>	<i>85%</i>
Aspectos Estratégicos	Objetivos, metas e planos futuros da empresa	100%	100%	100%
	Perspectiva de novos investimentos	100%	92%	88%
	Principais mercados de atuação	96%	100%	100%
	Perspectiva de novos mercados em que a empresa pretende atuar	84%	80%	44%
	Política de reinvestimento dos lucros	16%	24%	16%
	Pesquisa e desenvolvimento	92%	100%	92%
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços	80%	96%	96%
	Preços dos produtos e serviços da empresa	44%	64%	44%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>76,50%</i>	<i>82%</i>	<i>72,50%</i>

Fonte: Resultados da pesquisa

A categoria Ambiente de Negócios inclui informações a respeito dos eventos econômicos na empresa, discussão do setor em que a empresa atua, discussão da concorrência, relacionamento com fornecedores, satisfação dos clientes, *market share*, identificação dos riscos do negócio e exposição cambial.

Percebe-se que, em relação ao ambiente de negócios, as informações mais divulgadas se referem à discussão do setor em que a empresa atua e o relacionamento com fornecedores. As informações relativas à concorrência, bem como o *market share*, são pouco divulgadas pelas empresas em estudo, uma vez que são de natureza estratégica e gerencial. A exposição cambial também foi uma informação pouco divulgada pelas empresas em estudo, o que contempla as variações cambiais nas atividades das mesmas.

Quanto aos segmentos operacionais as empresas em comento evidenciam nos seus relatórios de sustentabilidade uma breve discussão a respeito do setor em que atuam. A

amostra contempla, em maior expressividade, empresas do setor de energia elétrica, telefonia móvel e fixa, água e saneamento e papel e celulose.

No que se refere ao relacionamento com fornecedores, 22 empresas evidenciaram essa informação em 2010, 25 em 2011 e 24 em 2012. No ano 2010 a Oi, a Suzano e a Weg não apresentaram essa informação, e no ano 2012 a Light também não divulgou.

As empresas que evidenciaram informações dessa natureza buscam insumos renováveis com certificação socioambiental, tais como a não utilização de trabalho escravo e conformidade com a legislação ambiental. A Duratex (2012, p. 34), por exemplo, expõe que “mantém o foco em garantir que seus parceiros sejam qualificados e homologados quanto a práticas socioambientais, exposição a riscos, evolução tecnológica e responsabilidade com clientes, fornecedores e colaboradores.” Além disso, busca a melhoria contínua de seus processos, substituindo insumos não renováveis por alternativas mais econômicas e sustentáveis.

A participação no mercado (*market share*) foi divulgada, em maior parte, por empresas líderes no segmento em que atuam. A Braskem em seu relatório de sustentabilidade 2012 (p. 7) diz que “fortaleceu seu posicionamento no mercado brasileiro, avançando na recuperação de *market share*, que atingiu 70% no conjunto das resinas polietileno, polipropileno e PVC.” A TIM menciona que uma das maiores conquistas em 2012 foi atingir o *market share* de 26,9%, consolidando-se na segunda colocação do mercado e na liderança do segmento pré-pago. A BRF Foods em 2012 possuía 68,3% do mercado de congelados devido à inclusão em 2011 dos produtos da linha Meu Menu e Escondidinhos, com excelente desempenho de vendas e aceitação no mercado.

Conforme os dados da Tabela 1, a análise das informações do ambiente de negócios mostra que 72,50% das informações dessa categoria foram divulgadas no ano 2010, aumentando esse percentual de divulgação no ano 2011, atingindo 78%, e no ano 2012 essa divulgação foi de 76,50% das informações referentes ao ambiente de negócios.

Na categoria Atividade Operacional estão as informações relativas à narrativa da história da empresa, estrutura organizacional, aspectos tecnológicos da atividade operacional, informações por segmento ou linha de negócio, utilização da capacidade produtiva, indicadores de eficiência, quantidades produzidas e/ou serviços prestados, unidades vendidas, conforme demonstra a Tabela 1.

As informações referentes à narrativa da história da empresa e à estrutura organizacional tiveram 100% de divulgação no período analisado, ou seja, houve evidênciação pelas 25 empresas estudadas. Quanto à história da organização observou-se a

divulgação de informações referente ao tempo de atuação da empresa no mercado, principais linhas de negócio e, ainda, apresentação da missão/visão e valores da mesma.

Os indicadores de eficiência e o número de unidades vendidas foram itens pouco divulgados pelas empresas nos relatórios de sustentabilidade. Observou-se que na maioria das organizações esses indicadores de eficiência são utilizados como parâmetros em remunerações variáveis aos seus funcionários/executivos, a exemplo da participação nos lucros e resultados.

A Natura baseia-se em indicadores de eficiência econômica (EBTIDA), social (pesquisa de clima organizacional) e ambiental (emissão de carbono) além de indicadores de inovação, mensurados a partir do lançamento de novos produtos. A Gerdau utiliza como indicadores de eficiência a taxa de frequência de acidentes e a produção e venda de aço, enquanto a CESP destaca a sua eficiência a partir da utilização de indicadores relacionados ao incremento da receita e ao índice de manutenção preventiva periódica. Dessa forma, constata-se que há uma diversidade de indicadores de eficiência direcionados e aplicados nas atividades operacionais.

Em síntese, conforme a Tabela 1, no ano 2010 cerca de 85,50% das informações relativas à atividade operacional foram divulgadas; 91% para o ano 2011 e em 2012 houve a divulgação de 85% das informações dessa natureza.

A categoria dos Aspectos Estratégicos contém informações relativas aos objetivos, metas e planos futuros da empresa, perspectiva de novos investimentos, principais mercados de atuação, qualidade e preços dos produtos/serviços, dentre outras.

De acordo com a Tabela 1, as informações referentes aos objetivos, metas e planos futuros foram divulgadas por todas as empresas no período analisado. Também houve uma divulgação expressiva acerca do mercado de atuação dessas companhias, segregando-os em algumas organizações, em mercado interno e externo, identificando os continentes e os países de sua atuação. Essas informações foram encontradas, na maioria das vezes, juntamente com a narrativa da história da empresa e a discussão do segmento de suas atividades. Em outras entidades, essa informação era disposta na mensagem do presidente dirigida aos seus principais *stakeholders*.

Além disso, 23 empresas declararam em 2010 e em 2012 que faziam investimentos em pesquisa e desenvolvimento como forma de buscar inovação nas suas atividades, incluindo-as nas informações referentes às perspectivas de novos investimentos, como um processo que permeia a organização e garante vantagens competitivas no cenário econômico. No ano 2011,

merece destaque que todas as empresas expuseram que realizavam investimentos em pesquisa e desenvolvimento.

No período analisado houve pouca divulgação acerca das informações sobre a política de reinvestimento dos lucros e preços dos produtos e serviços. Essa ausência pode ser justificada pelo fato de serem informações de finalidade estratégica e sigilosa.

Em relação aos aspectos estratégicos, conforme a Tabela 1, verifica-se que houve divulgação no ano 2010 de 76,50% das informações dessa natureza, 82% para o ano 2011 e em 2012 houve a divulgação de 72,50% das mesmas.

A Tabela 2 contém a divulgação referente a Informações Financeiras e Índices Financeiros.

Tabela 2 – Percentual de informações financeiras divulgadas no triênio 2010-2012

Categoria	Subcategoria	2010	2011	2012
Informações Financeiras	Correção monetária	32%	28%	24%
	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS	96%	96%	92%
	Informações detalhadas sobre o custo dos produtos (CMV, CPV)	80%	88%	72%
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	48%	64%	72%
	Valor de mercado	60%	68%	60%
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	20%	24%	36%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>56%</i>	<i>61,33%</i>	<i>59,33%</i>
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	56%	56%	48%
	Indicadores de Liquidez (liquidez corrente, seca)	52%	48%	52%
	Indicadores de Endividamento	92%	88%	76%
	EBITDA	100%	100%	92%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>75%</i>	<i>73%</i>	<i>67%</i>

Fonte: Resultados da pesquisa

Quanto às Informações Financeiras, pode-se verificar que um número expressivo de empresas divulgaram seus demonstrativos em US GAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles* ou IFRS - *International Financial Reporting Standards*, quando apenas as empresas enquadradas no nível de governança do Novo Mercado estariam obrigadas a fornecer essas informações.

Poucas empresas apresentaram os efeitos da correção monetária nas suas demonstrações, bem como a projeção dos fluxos de caixa, vendas e lucros. Informações dessa natureza têm maior valor preditivo, permitindo aos seus usuários decisões precisas acerca dos seus investimentos. Dessa forma, os efeitos do valor do dinheiro no tempo, bem como as possíveis entradas/saídas de caixa, foram fatores comprometidos nesse momento em algumas empresas da amostra em análise.

Informações referentes a projeções de vendas e lucros não foram apresentadas. As projeções divulgadas eram apenas do fluxo de caixa, vez que vendas e lucros podem favorecer os concorrentes. A partir dos dados da Tabela 2, verifica-se que 56% das informações financeiras foram divulgadas no ano 2010, 61,33% no ano 2011 e no ano 2012 essa divulgação foi de 59,33%.

Em relação aos Índices Financeiros, a divulgação dos indicadores de endividamento foi expressiva, comparando com as demais subcategorias. Esse contexto sugere que há maior proporção de capital de terceiros na estrutura de capital dessas empresas e um maior nível de endividamento implica divulgação, conforme os preceitos da Teoria da Agência. Além disso, empresas com maiores níveis de endividamento são monitoradas rigorosamente pelas instituições financeiras e por isso tendem a divulgar mais informações que empresas menos endividadas (MURCIA, SANTOS; 2009).

O EBTIDA também foi divulgado por quase todas as empresas. Essa informação, normalmente, era apresentada junto aos demais indicadores do período, tais como lucro líquido, vendas, margem líquida, ROE. No entanto, os indicadores de rentabilidade e liquidez apresentaram uma menor divulgação, mas podem ser obtidos a partir da aplicação das técnicas de análise de balanços.

A divulgação média na categoria de Índices Financeiros, a partir dos dados da Tabela 2, foi de 75% no ano 2010, 73% no ano 2011 e 67% no ano 2012. Observa-se ainda maior divulgação dessa categoria, quando comparada a Informações Financeiras.

Quanto à Governança Corporativa, foram analisados os aspectos constantes na Tabela 3.

Tabela 3 – Percentual de informações divulgadas da Governança Corporativa no triênio 2010-2012

Categoria	Subcategoria	2010	2011	2012
Governança corporativa	Principais práticas de governança corporativa	100%	100%	100%
	Composição do conselho fiscal	100%	100%	84%
	Composição do conselho de administração	100%	100%	100%
	Identificação dos principais administradores	100%	100%	100%
	Remuneração dos administradores	100%	92%	88%
	Remuneração dos auditores	16%	20%	16%
	Principais acionistas	100%	100%	96%
	Relacionamento com os investidores	96%	100%	100%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>89%</i>	<i>89%</i>	<i>85,50%</i>

Fonte: Resultados da pesquisa

Observa-se que todas as empresas investigadas divulgaram suas práticas de governança, destinando uma seção dos seus relatórios para essa temática, e, ainda, a composição/identificação do conselho administrativo, apresentando um breve comentário acerca dos seus diretores, na tentativa de proporcionar maior transparência aos seus investidores quanto à competência e habilidades dos seus dirigentes.

O relacionamento com os investidores também possui uma seção dentro dos seus relatórios e grande parte das empresas estabelece canais de comunicação com seus principais investidores. A Telefônica Brasil (Vivo) no ano 2012 (pág. 26) expôs que “considera que tão importante quanto gerar valor aos investidores é disponibilizar a eles toda a informação de interesse para facilitar suas decisões e reduzir suas incertezas”.

A empresa Energias do Brasil (EDP) mantém um canal de diálogo que privilegia a troca de informações com seus investidores. Além disso, “realiza, anualmente, encontros presenciais com alguns grupos de *stakeholders* com o intuito de estreitar esse relacionamento” (p. 96). A partir dos dados da Tabela 3, verifica-se que 89% das informações referentes à governança corporativa foram divulgadas em 2010 e 2011, e 85,50% no ano 2012.

4.1.2 Práticas de *disclosure*: informações ambientais

As informações ambientais contemplam oito categorias: políticas ambientais, gestão e auditoria, impactos dos produtos e processos no meio ambiente, energia, informações financeiras ambientais, educação e pesquisa ambiental, mercado de crédito de carbono e outras informações conforme apresenta a Tabela 4.

Tabela 4 – Percentual de divulgação de informações ambientais no triênio 2010-2012

Categoria	Subcategoria	2010	2011	2012
Políticas ambientais	Declaração de políticas, práticas, ações atuais	92%	88%	100%
	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	88%	92%	100%
	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	72%	76%	84%
	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	80%	80%	64%
	Prêmios e participações em índices ambientais	76%	88%	92%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>81,60%</i>	<i>84,80%</i>	<i>88%</i>
Gestão e auditoria ambiental	Gestão ambiental	88%	100%	100%
	ISOs 9000	84%	88%	72%
	Auditoria Ambiental	52%	56%	40%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>74,67%</i>	<i>81,33%</i>	<i>70,67%</i>
Impactos dos produtos e processos no meio ambiente	Desperdícios e resíduos	80%	84%	92%
	Processo de acondicionamento (embalagem)	28%	36%	28%
	Reciclagem	80%	96%	92%
	Uso eficiente e/ou reutilização da água	84%	100%	96%
	Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada, etc)	88%	92%	72%
	Reparos aos danos ambientais	60%	72%	56%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>70%</i>	<i>80%</i>	<i>72,67%</i>
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações	88%	100%	96%
	Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia	72%	76%	60%
	Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia	76%	88%	68%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>78,67%</i>	<i>88%</i>	<i>74,67%</i>
Informações financeiras ambientais	Investimentos ambientais	100%	96%	92%
	Custos e/ou despesas ambientais	72%	76%	84%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>88%</i>
Educação e pesquisa ambiental	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	96%	92%	92%
	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	84%	100%	84%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>90%</i>	<i>96%</i>	<i>88%</i>
Mercado de crédito de carbono	Projetos de mecanismo de desenvolvimento limpo (MDL)	84%	92%	76%
	Créditos de carbono	76%	76%	64%
	Emissão de gases de efeito estufa (GEE)	88%	100%	92%
	Certificados de emissões reduzidas (CER)	64%	76%	68%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>78%</i>	<i>86%</i>	<i>75%</i>
Outras informações	Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável	96%	100%	96%
	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	92%	92%	72%
	Conservação da biodiversidade	92%	88%	88%
	Relacionamento ambiental com os <i>stakeholders</i>	92%	96%	88%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	<i>93%</i>	<i>94%</i>	<i>86%</i>

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

A categoria de políticas ambientais inclui informações a respeito do estabelecimento de metas e objetivos ambientais, prêmios e participações em índices ambientais, em conformidade com a legislação ambiental, dentre outras.

Percebe-se que a maioria das empresas apresentaram informações referentes à declaração de políticas, práticas e ações atuais das suas políticas ambientais. A AES Tietê afirma que tem compromisso com o desenvolvimento sustentável, inovando nas necessidades de energia elétrica para seus clientes, com soluções seguras para o desenvolvimento econômico, ambiental e social das comunidades nas quais está presente.

As empresas também têm se preocupado com seus objetivos e metas ambientais, divulgando-os em seus relatórios com o intuito de legitimar suas atividades no ambiente em que atuam. Um exemplo disso é a Duratex, que os define a partir de critérios determinados pela Comissão de Sustentabilidade, baseada em sugestões dos mais diversos segmentos operacionais.

Conforme demonstra a Tabela 4, as subcategorias da conformidade com a legislação ambiental e parcerias, conselhos e fóruns ambientais foram itens de menor evidenciação quando comparadas às demais subcategorias das políticas ambientais, acarretando uma divulgação média nessa categoria de 81,60% no ano 2010, 84,80% no ano 2011 e 88% no ano 2012.

Em relação à gestão e à auditoria ambiental, a maior parte das empresas declara que possuem sistema de gestão ambiental e certificação ISO. Na Braskem (p. 66) “as ações práticas e estratégicas de Saúde, Segurança e Meio Ambiente (SSMA) são integradas em um programa de gestão consolidado em 2005, com o objetivo de prevenir e minimizar riscos, perdas pessoais, ambientais e materiais”.

Na Tractebel (p. 32) há um programa de gestão sustentável, o qual abrange a qualidade, o meio ambiente, a saúde e segurança no trabalho e a responsabilidade social. No que se refere à qualidade, esse programa é responsável pelas certificações ISO, sendo 15 usinas do parque gerador certificadas segundo as normas ISO 9001 e 14001. Para o ano 2013 a meta seria recertificar todas essas usinas.

A divulgação acerca das auditorias ambientais foi baixa, comparando-se aos demais itens da categoria. No entanto, algumas empresas mencionaram que pretendem ser recertificadas, o que exige auditorias ambientais. A partir das informações da Tabela 4, verifica-se que na categoria de gestão e auditoria ambiental a divulgação média foi de 74,67% no ano 2010, 81,33% no ano 2011 e 70,67% no ano 2012.

O impacto dos produtos e processos no meio ambiente inclui informações referentes ao desperdício e aos resíduos, à reciclagem, ao uso eficiente e/ou à reutilização da água, dentre outras informações. A divulgação a respeito dos desperdícios e resíduos foi feita por 80% das empresas no ano 2010, 84% em 2011 e 92% em 2012, incluindo o tipo de resíduo

gerado, na maioria das vezes sólidos, e ainda sua classificação como reciclável ou não reciclável (perigosos e não perigosos). Também foi apresentado o tipo de disposição desses resíduos: aterro, reciclagem, reutilização, compostagem ou incineração.

O uso da reciclagem foi observado em 80% das empresas no ano 2010, 96% no ano 2011 e 92% no ano 2012. Além disso, verificou-se a presença da reciclagem dentre o tratamento de resíduos, bem como na reutilização da água.

O impacto no meio ambiente, ocasionado por vazamentos e derramamentos, foi apresentado por 88% das empresas no ano 2010, 92% no ano 2011 e 72% no ano 2012. Quanto aos reparos ambientais, muitas vezes necessários em virtude do impacto no meio ambiente, foi divulgado por 60% das empresas em 2010, 72% em 2011 e 56% em 2012. Considerando que esses eventos podem interferir na imagem institucional da organização, dificultando que a sociedade legitime suas atividades, as empresas tentam controlar a divulgação dessas informações. Esse fato encontra explicações na Teoria da Divulgação, a qual afirma que as informações que favorecem a firma são publicadas enquanto aquelas que possam prejudicar sua imagem institucional, não são.

No que se refere ao processo de acondicionamento (embalagem) poucas empresas divulgaram essa informação; 28% no ano 2010, 36% no ano 2011 e 28% no ano 2012, o que pode ser atribuído ao grande número de empresas do setor elétrico e telefonia, que são prestadoras de serviços, não necessitando de embalagem para os seus produtos.

Na categoria de energia foram avaliados os aspectos referentes à conservação e/ou à utilização mais eficiente nas operações, à utilização de materiais desperdiçados na produção de energia e o desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia. Observou-se que as empresas estão, na medida do possível, utilizando fontes de energias renováveis tais como o etanol e biodiesel em detrimento dos combustíveis derivados do petróleo e do carvão.

Algumas empresas mencionaram a redução no consumo de energia. Entretanto, sabe-se que esse fato está diretamente ligado à produção que, quando reduz, impacta diretamente no consumo de energia. A divulgação média na categoria de energia foi 78,67% no ano 2010, 88% em 2011 e 68% em 2012.

As informações financeiras ambientais foram analisadas na perspectiva dos investimentos e custos e/ou despesas ambientais. Verificou-se que os custos e/ou despesas ambientais não são apresentados de forma segregada dentre as demonstrações contábeis, sendo incluídos nos relatórios de sustentabilidade. No entanto, percebeu-se que muitos desses gastos (passivo e seguro ambiental) são classificados como investimentos dentro do indicador EN30 das diretrizes GRI, sendo necessário segregá-los para correta interpretação. Com isso,

caso o usuário não tenha um conhecimento razoável de contabilidade, classifica-os totalmente como investimentos. Conseqüentemente, diante dessa situação a empresa melhora a sua imagem institucional para os investidores e demais usuários. Nessa categoria, houve a divulgação média de 86% das informações no ano 2010 e 2011 e 88% no ano 2012.

A educação ambiental normalmente se desenvolve através de projetos externos que têm a finalidade de geração de renda para a população circunvizinha, afetada diretamente com as atividades organizacionais. As pesquisas relacionadas ao meio ambiente têm o propósito de melhorar os processos internos a partir de uma melhor gestão dos recursos naturais, bem como o desenvolvimento de produtos ecológicos. A divulgação média na categoria de educação e pesquisa ambiental atingiu 90% no ano 2010, 96% no ano 2011 e 88% no ano 2012.

As emissões atmosféricas são controladas pelas companhias e a maioria delas assume o compromisso de reduzi-las para garantir o equilíbrio no ambiente onde atuam. Os inventários de emissão de GEE - Gases de Efeito Estufa foram apresentados por 64% das empresas no ano 2010, 76% no ano 2011 e 68% no ano 2012, segregando essa emissão em direta e indireta e de acordo com a fonte de emissão (combustão, emissão fugitiva, disposição dos resíduos ou compra de energia). Na categoria de mercado de crédito de carbono, houve uma divulgação média de 78% das informações em 2010, 86% em 2011 e 75% em 2012.

Observou-se que a conservação da biodiversidade é uma preocupação constante nas empresas, sendo divulgada por 92% das mesmas em 2010, 88% em 2011 e 88% em 2012. A Suzano, por exemplo, possui um plano de conservação da biodiversidade, cujo objetivo é garantir que áreas nativas sejam manejadas adequadamente e monitoradas do ponto de vista da biodiversidade. O relacionamento com *stakeholders* foi apresentado por 92% das empresas em 2010, 96% em 2011 e 88% em 2012 e, ocorreu através de canais estabelecidos por cada entidade, na tentativa de tornar esse relacionamento mais transparente e próximo de seus públicos, as diretrizes de relacionamento constam no código de conduta das companhias.

A sustentabilidade foi mencionada como parte integrante do desenvolvimento sustentável por 96% das empresas no ano 2010 e 2012 e por todas as empresas estudadas no ano 2011. Para a CPFL Energia a sustentabilidade faz parte da estratégia de longevidade e está dentro da perspectiva de transição para uma economia verde, inclusiva e responsável. Já na Ultrapar a sustentabilidade é um dos pilares da filosofia empresarial, e serve de direcionamento para todas as ações tomadas pela companhia, onde a longevidade e a geração de valor ao longo tempo são indissociáveis da sua filosofia socioambiental, que é parte integrante das decisões empresariais e da condução de suas operações.

4.1.3 Práticas de *disclosure*: informações sociais

As informações sociais foram analisadas em três categorias: informações financeiras sociais, produtos/serviços e colaboradores conforme demonstra a Tabela 5. A menção ao valor adicionado ou distribuído foi apresentada por 92% das empresas em todo o período analisado.

A DVA - Demonstração do Valor Adicionado é de caráter obrigatório para essas empresas. Foi analisada a divulgação no relatório de sustentabilidade e a maioria apresentou essa informação.

Tabela 5 – Percentual de informações sociais divulgadas no triênio 2010-2012

Categoria	Subcategoria	2010	2011	2012
Informações Financeiras Sociais	Menção ao valor adicionado ou distribuído	92%	92%	92%
	Investimentos de caráter social	88%	84%	96%
	Gastos em projetos sociais	96%	96%	88%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	92%	90,67%	92%
Produtos/serviços	Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança	60%	68%	72%
	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços	52%	64%	68%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	56%	66%	70%
Colaboradores (Não administradores)	Número de funcionários	88%	88%	100%
	Remuneração dos funcionários	88%	84%	92%
	Benefícios aos funcionários	88%	88%	100%
	Satisfação dos funcionários	28%	44%	44%
	Informação sobre minorias nas forças de trabalho	60%	76%	80%
	Educação e treinamento dos funcionários	92%	92%	100%
	Segurança no local de trabalho	84%	88%	100%
	Dados sobre acidentes de trabalho	88%	80%	88%
	Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	76%	76%	84%
	<i>Divulgação média na categoria</i>	77%	80%	88%

Fonte: Resultado da pesquisa

Os investimentos e gastos em projetos sociais também foram expressivos para o período analisado, sendo realizado por grande parte das empresas. No tópico seguinte serão tratados os investimentos socioambientais, detalhando sua natureza. Assim, tem-se que na categoria de informações financeiras sociais houve uma divulgação média de 92% no ano 2010, 80,67% no ano 2011 e 92% no ano 2012.

A categoria de produtos e serviços inclui informações relativas à adequação das normas de segurança e reclamações. No ano 2010, 60% das empresas investigadas declararam que os seus produtos ou serviços atendiam às normas de segurança, no ano 2011 esse

percentual foi de 68% e no ano 2012, 72% das empresas divulgaram essa informação. Observou-se que informações dessa natureza foram pouco exploradas nos relatórios de sustentabilidade e estavam associadas a aspectos positivos dos seus produtos, fortalecendo mais uma vez o que emana a Teoria da Legitimidade, onde a informação que favorece a empresa é divulgada para melhoria da imagem institucional e, conseqüentemente, adquirir legitimidade no ambiente em que atua.

No que se refere à reclamação sobre produtos e/ou serviços, 52% das empresas apresentaram informações dessa natureza no ano 2010. No ano 2011, esse percentual aumentou para 64%, crescendo mais uma vez em 2012 para 68%. Verificou-se uma maior preocupação das empresas a respeito dessa informação, uma vez que se refere à aceitação dos seus produtos e/ou serviços pelo mercado. Além disso, essas informações permitem a melhoria nos processos internos a partir da correção dos problemas oriundos das reclamações.

Observou-se que as empresas possuem um Serviço de Atendimento ao Consumidor (SAC) que é o setor responsável pelas reclamações, sendo evidenciado nos seus relatórios o número de ligações atendidas pelo SAC, o percentual de reclamação em relação ao total de ligações atendidas e até mesmo o tempo de espera desde o início do atendimento. Em média, as informações referentes à categoria de produtos e serviços teve uma divulgação de 56% no ano 2010, 66% no ano 2011 e 70% no ano 2012.

Em relação aos colaboradores, verificou-se que, normalmente, há um tópico destinado a informações dessa natureza. O número de funcionários foi divulgado por 88% das empresas nos anos 2010 e 2011 e por todas as empresas no ano 2012, sendo esse percentual também válido para divulgação dos benefícios concedidos aos funcionários. A remuneração dos funcionários foi identificada, na maioria das vezes, através da DVA, não sendo possível verificar a remuneração por atribuição ou cargo.

A presença de minorias na força de trabalho, a segurança no local de trabalho e o relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe foram informações que, paulatinamente, apresentaram crescimento no período analisado. Investimentos em educação e treinamento dos funcionários foram realizados por 92% das empresas nos anos 2010 e 2011, sendo feitos por todas as empresas no ano 2012. Por fim, a categoria de colaboradores teve uma divulgação média de 77% das informações no ano 2010, 80% no ano 2011 e 88% no ano 2012.

4.1.4 Ranking do disclosure das empresas analisadas

A partir da análise dos resultados foi possível identificar as empresas com maiores e menores níveis de *disclosure*, dentre as 25 estudadas. É importante destacar que a metodologia empregada por Murcia (2009), também utilizada neste estudo, considera que um "maior *disclosure*" significa divulgar o maior número de informações conforme a métrica estabelecida. O ranking foi elaborado a partir da média do *disclosure* (DISC) para os três anos estudados: (2010, 2011 e 2012), segregando em econômico, social e ambiental, sendo elaborado posteriormente o *disclosure* que contempla as três perspectivas citadas anteriormente.

A Tabela 6 apresenta o *ranking* do NDS para as informações econômicas. Observa-se que as empresas Telefônica Brasil, Tim e Tracbel alcançaram, respectivamente, os melhores níveis de divulgação de informações econômicas. Já a Weg, a Oi e a Suzano Papel e Celulose obtiveram os menores níveis de divulgação nesse item.

Tabela 6 – *Ranking* do *Disclosure*: Informações Econômicas

<i>Ranking</i>	Empresa	NDS	<i>Ranking</i>	Empresa	NDS
1°	TELEF. BRASIL	0,9127	14°	CPFL ENERGIA	0,7698
2°	TIM	0,8810	15°	GERDAU	0,7619
3°	TRACTEBEL	0,8571	16°	BRASKEM	0,7460
4°	CEMIG	0,8571	17°	CESP	0,7381
5°	ULTRAPAR	0,8571	18°	LIGHT	0,7302
6°	ENERGIAS BR	0,8492	19°	VALE	0,7302
7°	BR FOODS	0,8413	20°	NATURA	0,7222
8°	SABESP	0,8333	21°	ECORODOVIAS	0,7222
9°	COPASA	0,8175	22°	ELETROBRAS	0,7143
10°	COPEL	0,8175	23°	SUZANO	0,6905
11°	DURATEX	0,7937	24°	OI	0,6349
12°	ELETROPAULO	0,7937	25°	WEG	0,5635
13°	AES TIETE	0,7778			

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Com base na Tabela 7, percebeu-se que as empresas Braskem, Cemig, Energias BR e AES Tietê, alcançaram, respectivamente, os melhores níveis de divulgação de informações ambientais. Comparando esses resultados com a categoria econômica, verificou-se que as informações ambientais foram, proporcionalmente, mais divulgadas do que as informações econômicas.

Já as empresas Weg, Oi e Ligh apresentaram os menores índices de divulgação acerca das informações ambientais, conforme demonstra a Tabela 7. Esse fato pode ser atribuído, no

caso da Weg, ao fato de estar a pouco tempo (4 anos) listada no ISE, sendo necessária uma investigação mais aprofundada. A baixa divulgação da Oi e da Ligth poderá ser reflexo do controle estatal.

Tabela 7 – *Ranking do Disclosure: Informações Ambientais*

<i>Ranking</i>	Empresa	NDS	<i>Ranking</i>	Empresa	NDS
1°	BRASKEM	0,9655	14°	DURATEX	0,8621
2°	CEMIG	0,9655	15°	CESP	0,8506
3°	ENERGIAS BR	0,9425	16°	SABESP	0,8391
4°	AES TIETE	0,9310	17°	GERDAU	0,8046
5°	BR FOODS	0,9310	18°	NATURA	0,7816
6°	CPFL ENERGIA	0,9310	19°	TIM	0,7586
7°	ELETROPAULO	0,9310	20°	TELEF. BRASIL	0,7356
8°	TRACTEBEL	0,9310	21°	SUZANO	0,7241
9°	VALE	0,8966	22°	ULTRAPAR	0,7126
10°	COPASA	0,8966	23°	LIGHT	0,6207
11°	ECORODOVIAS	0,8736	24°	OI	0,5632
12°	ELETROBRAS	0,8736	25°	WEG	0,4368
13°	COPEL	0,8621			

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

A divulgação das informações sociais é apresentada na Tabela 8. Analisando-a, observa-se que a Copasa e a Eletropaulo divulgaram 100% das informações incluídas nessa categoria, composta de quatorze subcategorias. A Tractebel e a AES Tietê também alcançaram um bom desempenho. Dessa forma, percebeu-se que três dos quatro melhores resultados foram de empresas do setor elétrico. Conforme Murcia (2009), isso pode ser um indício de uma regulamentação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) acerca de informações dessa natureza.

Tabela 8 – *Ranking do Disclosure: Informações Sociais*

<i>Ranking</i>	Empresa	NDS	<i>Ranking</i>	Empresa	NDS
1°	COPASA	1,0000	14°	ELETROBRAS	0,8571
2°	ELETROPAULO	1,0000	15°	VALE	0,8571
3°	TRACTEBEL	0,9762	16°	NATURA	0,8333
4°	AES TIETE	0,9524	17°	CESP	0,8095
5°	CEMIG	0,9286	18°	SABESP	0,7381
6°	COPEL	0,9286	19°	OI	0,7143
7°	DURATEX	0,9286	20°	GERDAU	0,6905
8°	ECORODOVIAS	0,9286	21°	WEG	0,6905
9°	ENERGIAS BR	0,9286	22°	SUZANO	0,6190
10°	BRASKEM	0,8810	23°	TIM	0,5952
11°	BR FOODS	0,8810	24°	ULTRAPAR	0,5714
12°	LIGHT	0,8810	25°	TELEF. BRASIL	0,4524
13°	CPFL ENERGIA	0,8571			

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Ainda conforme a Tabela 8 verificou-se que a Telefônica Brasil, a Ultrapar e a Tim alcançaram os piores níveis de divulgação na categoria social. Destaque-se que a Ultrapar alcançou um dos melhores resultados na categoria econômica conforme dados da Tabela; entretanto, a sua divulgação de informações sociais foi insatisfatória.

O *disclosure* da sustentabilidade foi elaborado a partir da média do período em cada categoria (econômica, ambiental e social) para cada empresa investigada. Os seus resultados encontram-se na Tabela 9.

Verificou-se que a Cemig, a Tractebel e a Energias BR apresentaram os melhores níveis de divulgação, apresentando cerca de 90% das informações investigadas. Destacam-se os resultados obtidos por essas companhias, sendo todas elas listadas entre as dez melhores no que se refere à divulgação de informações econômicas, ambientais e sociais.

Tabela 9 – *Ranking* do *Disclosure* da Sustentabilidade

<i>Ranking</i>	Empresa	NDS	<i>Ranking</i>	Empresa	NDS
1°	CEMIG	0,9059	14°	VALE	0,8078
2°	TRACTEBEL	0,9020	15°	ELETOBRAS	0,7922
3°	ENERGIAS BR	0,8941	16°	CESP	0,7882
4°	BR FOODS	0,8784	17°	TELEF. BRASIL	0,7765
5°	COPASA	0,8745	18°	GERDAU	0,7647
6°	ELETROPAULO	0,8745	19°	TIM	0,7647
7°	AES TIETE	0,8588	20°	NATURA	0,7608
8°	COPEL	0,8510	21°	ULTRAPAR	0,7608
9°	BRASKEM	0,8431	22°	LIGHT	0,7176
10°	CPFL ENERGIA	0,8392	23°	SUZANO	0,6902
11°	DURATEX	0,8392	24°	OI	0,6235
12°	SABESP	0,8196	25°	WEG	0,5412
13°	ECORODOVIAS	0,8078			

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Identificou-se, ao analisar a Tabela 9, que a Weg, a Oi e a Suzano tiveram os menores níveis de *disclosure*, fato similar quanto à divulgação de informações econômicas. A Weg e a Oi também apresentaram baixa divulgação de informações de natureza ambiental.

É importante destacar que o *ranking* do *disclosure* da sustentabilidade foi elaborado com a finalidade de identificar as empresas com maiores e menores níveis de divulgação. Entretanto, muitas vezes não foi possível estabelecer uma relação causa/efeito das possíveis justificativas para uma maior ou menor divulgação. Além disso, como não há obrigatoriedade em fornecer essas informações, muitas delas não seguem um padrão, apresentando-se de forma heterogênea, dificultando a análise que, neste momento, também é influenciada pela visão do pesquisador.

4.2 INVESTIMENTOS SOCIOAMBIENTAIS

Os investimentos socioambientais foram analisados, conforme descrito nos procedimentos metodológicos, ou seja, a partir das informações provenientes do Balanço Social modelo Ibase e, quando não disponíveis, foram extraídos do indicador EN30 do Modelo GRI para os investimentos ambientais. Para minimizar os efeitos do tamanho da empresa, esses investimentos são avaliados a partir do seu percentual em relação à receita líquida do período.

4.2.1 Investimentos sociais

A Tabela 10 apresenta os investimentos sociais em valor monetário e o seu respectivo percentual em relação à receita líquida no período analisado.

Tabela 10 – Investimentos sociais externos

EMPRESA	Investimentos sociais em R\$ mil			Percentual da receita líquida		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Aes Tietê	11.108	11.858	12.575	0,6300%	0,6300%	0,6000%
Braskem	16.300	16.000	12.600	0,0639%	0,0492%	0,0355%
BRF Foods	2.230	7.060	14.180	0,0100%	0,0300%	0,0500%
Cemig	77.439	100.897	79.205	0,5500%	0,6500%	0,4300%
Cesp	189.555	200.357	217.564	6,5200%	6,7700%	6,4900%
Copasa	93.614	159.881	221.312	4,0500%	6,3700%	7,9900%
Copel	207.663	145.927	118.735	3,0000%	1,7000%	1,4000%
CPFL Energia	21.002	16.430	25.794	0,1700%	0,1300%	0,1700%
Duratex	387	4.227	9.333	0,0100%	0,1400%	0,2700%
Ecorodovias	2.949	2.462	3.039	0,2100%	0,1347%	0,1261%
Eletrobras	350.695	217.333	439.714	1,3900%	5,2500%	1,2900%
Eletropaulo	38.277	31.662	126.598	0,3900%	0,3200%	1,2700%
Energias BR	3.962	4.429	5.239	0,0800%	0,0800%	0,0800%
Gerdau	57.400	61.000	52.700	0,1828%	0,1723%	0,1388%
Light	74.055	59.473	72.606	1,0000%	1,0000%	1,0000%
Natura	121.439	129.918	139.859	2,3641%	2,3235%	2,2040%
Oi	74.632	87.460	85.629	0,3800%	0,4100%	0,3400%
Sabesp	31.233	36.436	38.194	0,3400%	0,3700%	0,3600%
Suzano	80.850	17.000	13.070	1,7911%	0,3507%	0,2517%
Telefônica Brasil	24.877	35.704	41.418	0,0803%	0,1226%	0,1221%
Tim	10.316	22.555	17.335	0,0700%	0,1300%	0,1000%
Tractebel	13.544	15.292	17.353	0,3300%	0,3500%	0,3500%
Ultrapar	17.777	10.947	26.236	0,0418%	0,0225%	0,0487%
Vale	398.500	457.200	317.200	0,8473%	0,7502%	0,6651%
Weg	7,1	7,425	6,486	0,1617%	0,1431%	0,1051%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

As empresas Braskem, Gerdau, Natura, Suzano, Telefônica Brasil, Ultrapar e Vale não divulgaram o Balanço Social, sendo necessária a análise do conteúdo dos seus relatórios de sustentabilidade de modo a identificar seus investimentos sociais externos.

Conforme os dados da Tabela 10, verificou-se que no ano 2010 os maiores investimentos sociais externos, em valor monetário, foram realizados, respectivamente, pelas empresas Vale, Eletrobras, Copel e Cesp. Já as empresas Weg, Duratex, BRF Foods e Ecorodovias, em números absolutos, realizaram os menores investimentos sociais externos. Comparando esses investimentos com a receita líquida do período, tem-se que, percentualmente, a Cesp, a Copasa, a Copel e a Natura realizaram maiores investimentos sociais externos. Por sua vez, a BRF Foods, a Duratex, a Ultrapar e a Braskem destinaram, percentualmente, os menores recursos aos investimentos sociais externos.

Assim, observa-se que a receita é um fator importante a ser considerado na análise dos investimentos, tanto sociais quanto ambientais, uma vez que o estudo contempla empresas das mais diversas atividades e tamanhos, sendo prudente tratar esses investimentos em relação a sua receita líquida conforme os estudos de Machado, M.; Machado, M. A.; e Santos (2010).

No ano 2011, a Tabela 10 mostra que em relação aos investimentos sociais externos as empresas Vale, Eletrobras, Cesp e Copasa destinaram, monetariamente, os maiores volumes de recursos enquanto a Weg, a Ecorodovias, a Duratex e a Energias Br realizaram os menores investimentos. As empresas Cesp, Copasa, Eletrobras e Natura, dentre as empresas analisadas, alcançaram, nessa ordem, maiores percentuais de investimentos sociais externos enquanto a Ultrapar, a BRF Foods, a Braskem e a Energias Br apresentaram, respectivamente, menores percentuais de investimentos.

Para o ano 2012 é possível identificar que os maiores recursos aplicados na área social foram feitos pela Eletrobras, Vale, Copasa e Cesp e os menores pela Weg, Ecorodovias, Energias Br e Duratex. Considerando esses investimentos percentualmente em relação a sua receita líquida tem-se que a Copasa, a Cesp, a Natura e a Copel alcançaram maiores percentuais enquanto a Braskem, a Ultrapar, a BRF Foods e a Energias Br os menores.

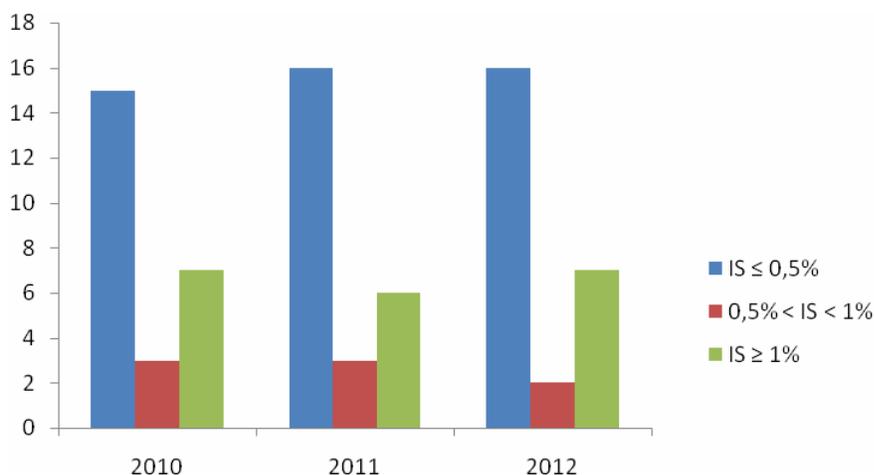
Diante dessas informações, é possível identificar que as empresas Cesp, Eletrobras e Vale apresentaram, no período em análise, monetariamente, os maiores investimentos sociais externos e, as empresas Duratex, Ecorodovias e Weg os menores recursos aplicados na área social. A Cesp, a Copasa e a Natura apresentaram, durante todo o período analisado, os maiores percentuais de investimentos sociais externos em relação a sua receita líquida do período, enquanto a Braskem, a BRF Foods e a Ultrapar os menores percentuais.

Além disso, é possível visualizar que os maiores investimentos sociais externos, tanto monetários quanto em percentual, foram realizados, predominantemente, por empresas do setor de energia elétrica. Em relação às empresas com menores investimentos, as mesmas localizam-se em diversos setores da economia, não sendo possível identificar a predominância de algum segmento. No entanto, não foi possível, através deste estudo, identificar os motivos pelos quais as empresas de energia elétrica apresentam os maiores investimentos sociais externos, sendo necessário aprofundamento em outros estudos.

É importante destacar que, apesar de a Vale e de a Natura estarem incluídas na lista das empresas que realizaram maiores investimentos sociais externos, monetários e em percentual, respectivamente, elas não apresentaram o balanço social como as demais companhias. As informações referentes a esses investimentos foram extraídas a partir da análise de conteúdo dos seus relatórios de sustentabilidade, podendo haver uma metodologia distinta de cálculo e, conseqüentemente, de divulgação em relação às demais empresas.

O Gráfico 1 apresenta o número de empresas classificadas de acordo com o percentual de investimentos sociais externos em relação à receita líquida. É possível identificar que no ano 2010, quinze empresas (Braskem, BRF Foods, CPFL Energia, Duratex, Ecorodovias, Eletropaulo, Energias BR, Gerdau, Oi, Sabesp, Telefônica Brasil, Tim, Tractebel, Ultrapar e Weg) realizaram investimentos sociais externos até 0,5% da sua receita líquida; três empresas (AES Tietê, Cemig e Vale) apresentaram investimentos superiores a 0,5% e menores que 1% da sua receita líquida e sete empresas (Cesp, Copasa, Copel, Eletrobrás, Light, Natura e Suzano) investiram mais que 1% da sua receita líquida na área social.

Gráfico 1 – Percentual de investimentos sociais externos (IS)



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados coletados

Em relação ao ano 2011, observa-se no Gráfico 1 que investimentos sociais externos de até 0,5% da receita líquida foram realizados por dezesseis empresas. Três companhias apresentaram investimentos superiores a 0,5% e menores que 1% da sua receita líquida e seis delas investiram mais que 1% da sua receita líquida na área social. Comparando ao ano 2010, a Suzano que havia feito investimentos sociais acima de 1% da sua receita líquida, no ano 2011, foram inferiores a 0,5% da receita líquida.

No ano 2012, dezesseis empresas realizaram investimentos sociais externos até 0,5% da sua receita líquida, duas apresentaram investimentos superiores a 0,5% e menores que 1% da sua receita líquida e sete empresas investiram mais que 1% da sua receita líquida na área social. A Cemig, que havia nos anos 2010 e 2011, aplicado, respectivamente, recursos de 0,55% e 0,65%, no ano 2012 esse percentual foi reduzido para 0,43%, alterando sua classificação dentro do gráfico. A Suzano havia diminuído o percentual de investimentos sociais externos em 2011, comparando ao ano 2010, mas no ano 2012 esse percentual retornou a ser superior a 1% da receita líquida.

Além de identificar o percentual de investimentos sociais externos em relação à receita líquida, também é importante verificar qual a área social de destinação predominante. A aplicação dos recursos é analisada a partir das informações contidas no balanço social, e encontra-se demonstrada na Tabela 11.

Tabela 11 – Destinação predominante dos investimentos sociais externos

EMPRESA	2010	2011	2012
Aes Tietê	Cultura	Cultura	Cultura
BRF Foods	Esporte	Esporte	Esporte
Cemig	Outros	Esporte	Esporte
Copasa	Saúde	Saúde	Saúde
CPFL Energia	Cultura	Cultura	Cultura
Duratex	Educação	Cultura	Educação
Ecorodovias	Educação	Esporte	Esporte
Eletrobrás	Outros	Saúde	Outros
Eletropaulo	Educação	Educação	Outros
Energias BR	Cultura	Cultura	Cultura
Oi	Cultura	Cultura	Cultura
Sabesp	Cultura	Cultura	Cultura
Tim	Educação	Cultura	Cultura
Tractebel	Cultura	Cultura	Cultura

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados coletados

Observa-se que constam apresentadas na Tabela 11 apenas quatorze empresas, tendo em vista que a Braskem, a Gerdau, a Natura, a Suzano, a Telefônica Brasil, a Ultrapar e a Vale não divulgaram o balanço social. A Cesp, a Copel, a Light e a Weg, apesar de

divulgarem os investimentos predominantes, os mesmo foram classificados em “outros”, não sendo possível identificar a correta destinação, sendo, por isso, excluídas desta análise.

Identifica-se que os investimentos sociais externos foram feitos nas áreas de saúde, educação, cultura e esportes. No ano 2010, em seis empresas os investimentos sociais predominantes foram na cultura, em quatro empresas na educação, em uma nos esportes e em outra na saúde.

No ano 2010, os investimentos sociais predominaram em oito empresas na cultura, três em esportes, duas em saúde e uma na educação. O ano 2012 apresentou investimentos predominantes em sete empresas na cultura, em três predominou os investimentos em esportes, em uma na educação e em outra na saúde.

Os resultados apresentados na Tabela 11 também sinalizam que, normalmente, as empresas selecionam uma área prioritária e tendem a investir predominantemente nela como forma de melhorar a situação da sociedade onde a entidade se localiza. Isso pode não ter acontecido com a Cemig, Duratex, Ecorodovias, Eletrobras, Eletropaulo e Tim, que apresentaram investimentos predominantes distintos de um ano para outro ou ainda não expuseram uma classificação específica para destinação desses investimentos.

4.2.2 Investimentos ambientais

Os investimentos ambientais foram analisados a partir do balanço social, observando também o indicador EN30 do GRI com o intuito de melhor evidenciar esses investimentos. A Tabela 12 apresenta os investimentos em valor monetário e o seu respectivo percentual em relação à receita líquida no período analisado.

Tabela 12 – Investimentos ambientais

EMPRESA	Investimentos ambientais em R\$ mil			Percentual da receita líquida		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Aes Tietê	13.048	12.546	10.349	0,7400%	0,6700%	0,4900%
Braskem	245.036	298.515	273.246	0,9611%	0,9186%	0,7694%
BRF Foods	144.140	146.200	156.890	0,6400%	0,5700%	0,5500%
Cemig	88.053	107.567	163.177	0,5865%	0,6830%	0,8211%
Cesp	52.281	39.453	25.917	1,8000%	1,3300%	0,7700%
Copasa	215.231	178.071	365.987	9,3100%	7,1000%	13,2200%
Copel	134.732	55.280	63.327	1,9000%	2,7000%	2,8000%
CPFL Energia	181.736	105.134	109.229	1,5100%	0,8200%	0,7300%
Duralex	19.044	27.128	27.888	0,6900%	0,9100%	0,8200%
Ecorodovias	2.044	15.088	10.806	0,1400%	0,8257%	0,4485%
Eletrobrás	205.002	227.738	309.328	0,8100%	0,6713%	0,7823%
Eletropaulo	76.607	72.297	57.081	0,7900%	0,7400%	0,5700%
Energias BR	28.810	29.405	44.736	0,5700%	0,5400%	0,6800%
Gerdau	137.700	370.900	178.400	0,4386%	1,0475%	0,4697%
Light	28.678	41.927	37.822	0,4406%	0,6037%	0,4968%
Natura	69.100	70.900	73.300	1,3452%	1,2680%	1,1551%
Oi	24.065	25.965	6.446,12	0,2345%	0,2808%	0,0256%
Sabesp	22.770	30.426	27.716	0,2500%	0,3100%	0,2600%
Suzano	26.246	59.902	29.899	0,5815%	1,2356%	0,5758%
Telefônica Brasil	0	0	0	0,0000%	0,0000%	0,0000%
Tim	275	255	1.037	0,0023%	0,0015%	0,0100%
Tractebel	39.957	77.378	56.312	0,9700%	1,7900%	1,1500%
Ultrapar	45.277	40.831	44.635	0,1000%	0,1000%	0,1000%
Vale	737.000	1.030.400	1.025.300	1,5671%	1,6907%	2,1497%
Weg	3.487	4,7060	6,1720	0,0794%	0,0907%	0,1000%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados coletados

Observa-se que em 2010 os maiores investimentos ambientais, em valor monetário, foram realizados, respectivamente, pelas empresas Vale, Braskem, Copasa e Eletrobras. Já as empresas Tim, Ecorodovias, Weg, e AES Tietê, em números absolutos, realizaram os menores investimentos ambientais. Comparando esses investimentos com a receita líquida do período, tem-se que, percentualmente, a Copasa, a Copel, a Cesp e a Vale realizaram maiores investimentos ambientais. Por sua vez, a Tim, a Weg, a Ultrapar e a Ecorodovias destinaram, percentualmente, os menores recursos a esses investimentos.

No ano 2011, em relação aos investimentos ambientais, as empresas Vale, Gerdau, Braskem e Eletrobras destinaram, monetariamente, os maiores volumes de recursos, enquanto a Weg, a Tim, a AES Tietê e a Ecorodovias realizaram os menores investimentos. As empresas Copasa, Copel, Tractebel e Vale, dentre as analisadas, alcançaram, nessa ordem, maiores percentuais de investimentos ambientais, enquanto a Tim, a Weg, a Ultrapar e a Oi apresentaram, respectivamente, menores percentuais de investimentos.

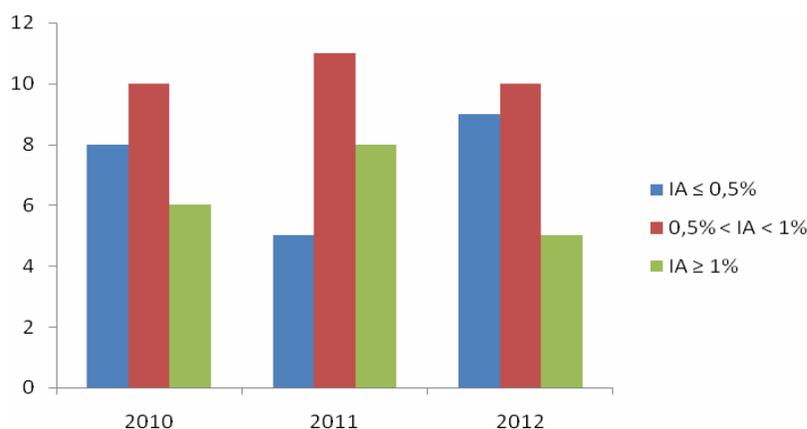
Para o ano 2012 é possível identificar que os maiores recursos aplicados na área ambiental foram feitos pela Vale, Copasa, Eletrobras e Braskem e os menores pela Weg, Tim, Oi e AES Tietê. Considerando esses investimentos percentualmente em relação a sua receita líquida tem-se que a Copasa, a Copel, a Vale e a Natura alcançaram maiores percentuais enquanto a Tim, a Oi, a Weg e a Ultrapar os menores.

As empresas Braskem, Eletrobras e Vale apresentaram, no período em análise, monetariamente, os maiores investimentos ambientais, e as empresas AES Tietê, Tim e Weg os menores recursos aplicados na área ambiental. A Copasa, a Copel e a Vale apresentaram, durante todo o período analisado, os maiores percentuais de investimentos ambientais em relação a sua receita líquida do período, enquanto a Tim, a Ultrapar e a Weg apresentaram os menores percentuais. Essas informações se complementam aos investimentos sociais uma vez que as empresas Eletrobras e Vale destinaram, monetariamente, mais recursos à área ambiental. Isso, a princípio, ilustra sua preocupação com a sustentabilidade, uma vez que, dentre as empresas analisadas, elas apresentaram maiores investimentos. Assim, o investidor pode interpretar, a partir da divulgação de informações que essas empresas adotam a sustentabilidade como estratégia empresarial considerando os vastos recursos aplicados nas áreas social e ambiental.

Corroborando com os investimentos sociais externos, é possível visualizar que os maiores investimentos ambientais, tanto monetários quanto em percentual, foram realizados também, predominantemente, por empresas do setor de energia elétrica. Atribui-se essa realidade ao fato do alto impacto ambiental gerado pela atividade de produção e distribuição de energia elétrica já que, conforme Machado, Machado e Santos (2010) os setores com maior propensão a altos investimentos socioambientais apresentam, também, alto impacto ambiental.

O Gráfico 2 apresenta o número de empresas classificadas de acordo com o percentual de investimentos ambientais em relação à receita líquida.

Gráfico 2 – Percentual de investimentos ambientais (IA)



Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados coletados

É possível identificar que no ano 2010, oito empresas (Ecorodovias, Gerdau, Light, Oi, Sabesp, Tim, Ultrapar e Weg) realizaram investimentos ambientais até 0,5% da sua receita líquida; dez empresas (AES Tietê, Braskem, BRF Foods, Cemig, Duratex, Eletrobras, Eletropaulo, Energias BR, Suzano e Tractebel) apresentaram investimentos superiores a 0,5% e menores que 1% da sua receita líquida e seis empresas (Cesp, Copasa, Copel, CPFL Energia, Natura e Vale) investiram mais que 1% da sua receita líquida na área ambiental. É importante lembrar que a empresa Telefônica Brasil não realizou investimentos ambientais no período analisado.

Em relação ao ano 2011, os investimentos ambientais de até 0,5% da receita líquida foram realizados por cinco empresas (Oi, Sabesp, Tim, Ultrapar e Weg); onze empresas apresentaram investimentos superiores a 0,5% e menores que 1% da sua receita líquida (AES Tietê, Braskem, BRF Foods, Cemig, CPFL Energia, Duratex, Ecorodovias, Eletrobras, Eletropaulo, Energias BR e Ligth) e oito empresas (Cesp, Copasa, Copel, Gerdau, Natura, Suzano, Tractebel e Vale) investiram mais que 1% da sua receita líquida na área ambiental.

Comparando ao ano 2010, as empresas Ecorodovias e Ligth, que haviam feito investimentos ambientais de até 0,5% da sua receita líquida, no ano 2011 eles foram de até 1% da receita líquida. Na Ecorodovias isso aconteceu devido a um maior dispêndio para tratamento e disposição de resíduos, passando de R\$ 555.724,03 para R\$ 612.169,32 enquanto na Ligth foi devido à implantação de projetos de arborização urbana que exigiram em 2010 recursos de R\$ 13.554.000 e em 2011 de R\$ 18.226.000.

No ano 2012, nove empresas realizaram investimentos ambientais até 0,5% da sua receita líquida (AES Tietê, Ecorodovias, Gerdau, Light, Oi, Sabesp, Tim, Ultrapar e Weg); dez empresas (Braskem, BRF Foods, Cemig, Cesp, CPFL Energia, Duratex, Energias BR,

Eletrobras, Eletropaulo e Suzano) apresentaram investimentos superiores a 0,5% e menores que 1% da sua receita líquida, e cinco empresas (Copasa, Copel, Natura, Tractebel e Vale) investiram mais que 1% da sua receita líquida na área ambiental.

Além de identificar o percentual de investimentos ambientais em relação à receita líquida, também é importante verificar qual a área de destinação predominante. A aplicação dos recursos é analisada a partir das informações contidas no indicador EN30 do modelo GRI e encontra-se demonstrada na Tabela 13.

Tabela 13 – Destinação predominante dos investimentos ambientais

EMPRESA	2010	2011	2012
AES Tietê	Projetos MDL		Inspeção e Proteção das Áreas de Preservação Permanente
Braskem	Tratamento de efluentes e disposição de resíduos		
BRF Foods	Destinação, tratamento e mitigação de resíduos		
Cemig	Gerenciamento ambiental		
Cesp	Investimentos relacionados com a produção/ operação da Companhia		
Copel	Gestão Socioambiental de Reservatórios	Educação ambiental	
	Preservação e/ou recuperação de ambientes degradados	Educação ambiental	
Ecorodovias	Tratamento e disposição de resíduos		Projetos de eficiência energética
Eletrobras	Manutenção nos processos operacionais para a melhoria do meio ambiente		
Eletropaulo	Projetos de eficiência energética		
Energias BR	Investimentos em prevenção		
Light	Arborização Urbana		
Natura	Educação e treinamento		
Tim	Manutenção nos processos operacionais para melhoria do meio ambiente		
Vale	Estudos ambientais e processos de licenciamento ambiental		

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Apenas em treze empresas foi possível identificar a destinação predominante dos investimentos ambientais, tendo em vista que as demais não divulgaram o indicador EN30 do modelo GRI, não sendo possível identificá-los.

Observa-se que os investimentos ambientais predominantes foram feitos em tratamento de efluentes e disposição de resíduos, projetos de eficiência energética e educação ambiental.

O tratamento de resíduos demanda investimentos para que sejam buscadas soluções para aqueles reaproveitáveis por meio de compostagem, reutilização, reciclagem ou recuperação a partir da identificação dos tipos de resíduos gerados. Identificou-se que esses

investimentos possibilitam a transformação de alguns resíduos em oportunidades de negócio pelo seu reaproveitamento no processo produtivo ou vendas como subprodutos.

Os investimentos em educação ambiental têm a finalidade de mostrar a educadores e a alunos de escolas públicas e privadas, escolhidos pelas empresas, a importância de temas ligados ao consumo consciente e à sustentabilidade. As discussões visam incentivá-los ao combate ao descarte inadequado de resíduos e ao desperdício de água e energia.

Por fim, os projetos de eficiência energética consistem basicamente na substituição de lâmpadas incandescentes por LED. Dessa forma, as empresas suportam esses gastos para os seus clientes como forma de garantir a legitimidade no ambiente em que atuam. No entanto, essa substituição, além de economizar cerca de 80% na energia elétrica e necessitar menos manutenção, esse tipo de iluminação é mais segura, pois garante que os motoristas e pedestres não tenham dúvidas quanto à iluminação, independentemente do reflexo da luz solar.

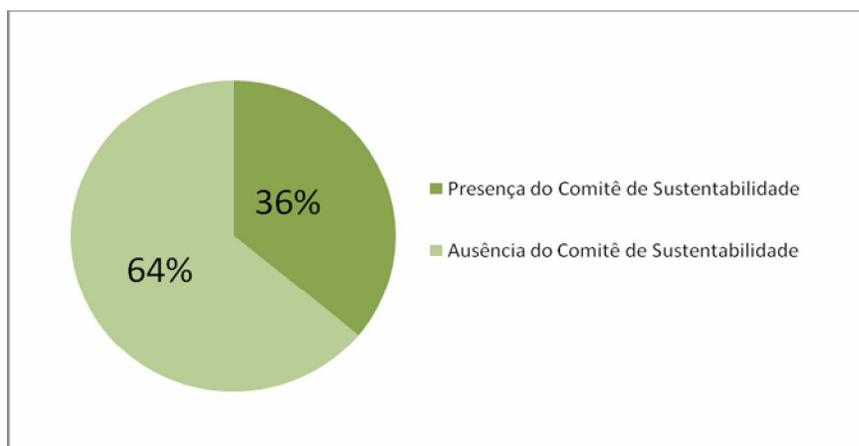
4.3 CARACTERÍSTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Neste estudo, a governança corporativa será analisada a partir da presença do comitê de sustentabilidade e do nível de governança que cada empresa encontra na BM&F Bovespa.

A partir da análise do tópico de governança corporativa nos relatórios de sustentabilidade, foi identificado que das 25 empresas, 9 delas (Braskem, Copasa, Copel, Gerdau, Natura, Sabesp, Telefônica Brasil, Tim e Weg) não possuem o comitê de sustentabilidade como parte da sua estrutura de governança corporativa.

No ano 2010, a AES Tietê e a Eletropaulo também não possuíam esse comitê, sendo o mesmo implantado no ano seguinte, em 2011. Nas demais companhias foi verificada a presença do comitê de sustentabilidade, conforme ilustra o Gráfico 3.

Gráfico 3 – Comitê de Sustentabilidade segundo a presença ou ausência nas empresas



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

É possível visualizar que 16 empresas (64% da amostra) possui o comitê de sustentabilidade na sua estrutura organizacional, ligado diretamente ao Conselho de Administração. Na Cesp existe a diretoria de meio ambiente, a qual é ligada à presidência que, por sua vez, é assessorada pelo Conselho de Administração.

Também foi observado que esse comitê é um órgão não deliberativo, com função de debater e recomendar ao Conselho de Administração a aprovação de assuntos de sua competência, no caso em análise, a sustentabilidade. Dessa forma, o comitê de sustentabilidade, juntamente com o comitê de auditoria, recursos humanos, finanças, dentre outros, atua como um órgão de assessoramento ao Conselho de Administração, não possuindo funções executivas ou de caráter deliberativo.

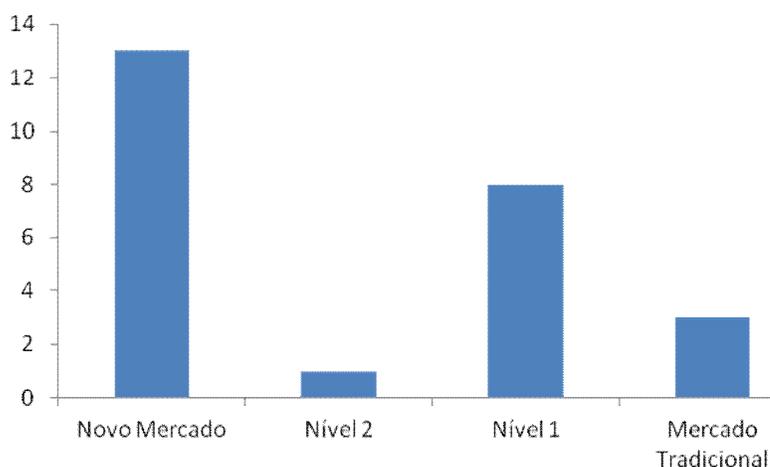
Dentre as suas atribuições, foram citadas: a criação de mecanismos para integrar a sustentabilidade nos processos de gestão, avaliação de programas e projetos socioambientais, assegurar a gestão e a prestação de contas relacionadas à sustentabilidade, criar um sistema proativo de atuação da companhia em questões sociais e ambientais nas comunidades onde está inserida e assegurar a adoção das melhores práticas de governança corporativa e o respeito a princípios éticos, para aumentar o valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital a custos mais baixos e, assim, contribuir para o fortalecimento do grupo.

Assim, a partir dessas informações torna-se evidente a preocupação das entidades em legitimar o ambiente em que atuam por meio da divulgação de informações sociais e ambientais como mecanismo de prestação de contas (*accountability*) relacionada à sustentabilidade. Além disso, o aumento do valor da empresa e maior facilidade no acesso ao

capital de terceiros foram fatores preponderantes para adoção de práticas de governança corporativa. Esses resultados corroboram com os estudos de Scott *et al* (2000), Wilmschurst e Frost (2000) e Pedersen e Neergaard (2006), os quais demonstraram a aplicação da teoria da legitimidade no *disclosure* a partir das motivações para o fornecimento de informações ambientais e sociais.

Quanto ao nível de governança corporativa, conforme demonstra o Gráfico 4, há predominância do Novo Mercado, com a participação de 13 empresas da amostra em análise, o que representa 56%. As empresas enquadradas nesse nível são: BRF Foods, Copasa, CPFL Energia, Duratex, Ecorodovias, Energias BR, Light, Natura, Sabesp, Tractebel, Tim, Ultrapar e Weg.

Gráfico 4 – Número de empresas estudadas por nível de governança corporativa



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Visualiza-se no gráfico que apenas uma empresa encontra-se no nível 2, a Eletropaulo, e oito empresas estão no nível 1 (Braskem, Cesp, Copel, Eletrobrás, Gerdau, Oi, Suzano e Vale). No mercado tradicional encontram-se apenas três empresas: AES Tietê, Cemig e Telefônica Brasil.

Analisando os níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa verifica-se que a maior parte das empresas estudadas encontra-se listada no Novo Mercado, o que demanda maior divulgação conforme regulamento da Bovespa.

4.4 ANÁLISE DE REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL

Esse tópico apresenta os resultados da análise de regressão com dados em painel com a finalidade de identificar a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade, os investimentos socioambientais e a governança corporativa, representada pelos níveis de governança e pela presença do comitê de sustentabilidade.

Inicialmente, foi verificado o grau de associação das variáveis em estudo através da correlação de Pearson. Este estudo busca a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade (DISC) com os investimentos socioambientais e a governança corporativa.

No entanto, conforme apontado pela literatura, o tamanho, o tempo no ISE, a idade da empresa, o grau de endividamento e o desempenho, representados pelo ROE, também causam impacto no *disclosure* e serão analisados neste estudo como variáveis de controle. A Tabela 14 apresenta a matriz de correlação para essas variáveis.

Tabela 14 – Matriz de correlação

	DISC	IS	IA	TAM	ROE	T.ISE	IDADE	ENDIV.
DISC	1,0000							
IS	-0,0118	1,0000						
IA	0,1715	0,7195	1,0000					
TAM	-0,0314	-0,3775	-0,2871	1,0000				
ROE	0,0912	0,4437	0,2498	-0,4864	1,0000			
T.ISE	0,1264	0,1448	-0,0262	0,0618	0,0189	1,0000		
IDADE	-0,2217	0,0517	0,0826	0,3277	-0,3192	-0,1932	1,0000	
ENDIV.	-0,0478	0,0392	0,0030	-0,0012	0,1647	0,3885	-0,0605	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

A análise da matriz de correlação indica que os investimentos ambientais (0,1715) e a idade (0,2217) apresentam associação positiva com variável dependente (DISC) em 0,1715.

Além disso, os investimentos sociais (IA) estão correlacionados positivamente aos investimentos ambientais (IA) e ao ROE, apresentando um grau de associação, respectivamente, de 0,7195 e 0,4437 e correlacionados negativamente ao tamanho da empresa (TAM).

Em relação às demais variáveis, as correlações são baixas tanto com a variável dependente como entre as variáveis analisadas; isso é um indicativo de que o modelo não apresenta problemas de multicolineariedade em virtude de uma correlação perfeita.

Após a verificação das correlações entre as variáveis, realizaram-se testes estatísticos para identificar o modelo de painel que mais se adequava à equação para os dados do estudo.

Dentre os testes realizados estão o teste F de *Chow*, que compara o efeito fixo com o efeito *pooling*, o *Breusch-Pagan*, que compara o efeito aleatório com o efeito *pooling* e o teste de *Hausman*, que compara o efeito aleatório com o efeito fixo. Os resultados obtidos estão apresentados na Tabela 15.

Tabela 15 – Testes de especificação do modelo

Testes	Hipóteses	
Chow	H ₀ : o intercepto é o mesmo para todas as empresas (modelo <i>pooled</i>); H ₁ : o intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos fixos)	F(24, 40) = 1,0658 Prob. > F = 0,4191
Breusch Pagan	H ₀ : a variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é igual a zero (modelo <i>pooled</i>); H ₁ : a variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)	Chi ² = 0,0827 Prob. > Chi ² = 0,7737
Hausman	H ₀ : modelo correção de erros (efeitos aleatórios) é adequado; H ₁ : modelo de efeitos fixos é adequado	Não se aplica.
Modelo Painel mais indicado		<i>Pooled</i>

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Conforme a estatística do teste *F* de *Chow*, um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos. Os resultados do teste mostraram um p-valor de 0,4191, o que se considera significativo, aceitando-se a hipótese nula de que o modelo *pooled* é o mais indicado.

Para o teste de *Breusch-Pagan*, um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios. De acordo com os resultados do teste, o modelo apresenta um p-valor de 0,7737, aceitando a hipótese nula de que não há variância dos resíduos que reflete diferenças individuais, e, portanto, o modelo *pooled* mostra-se, também, adequado.

Dessa forma, não se faz necessário utilizar o teste de *Hausman*, considerando que os dois testes anteriores já mostraram uma melhor adequação ao modelo *pooled*. Portanto, com base na Tabela 15, constata-se que o painel de efeito *pooled* foi o mais adequado para o modelo em estudo.

4.4.1 Resultados das estimações

Este tópico apresenta os resultados obtidos pela estimação do modelo econométrico descrito na metodologia. O modelo estima o *disclosure* em relação aos investimentos ambientais (IA), aos investimentos sociais (IS), à governança corporativa – comitê de sustentabilidade e níveis de governança -, o tempo de permanência no ISE (T. ISE), a idade da companhia (IDADE), tamanho da companhia (ativo total), ROE e endividamento.

Inicialmente, realizou-se o teste de colinearidade das variáveis por meio da análise de Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF). Constatou-se que a variável representante do nível de governança Novo Mercado apresentou problema de multicolinearidade. Neste caso, baseando-se em Gujarati e Porter (2011), essa variável foi excluída para evitar distorções no entendimento dos efeitos da variável independente sobre as variáveis explicativas.

A Tabela 16 apresenta os resultados do modelo de regressão de dados em painel, onde se constatou que a regressão estimada apresentou significância estatística, ao nível de 10%, conforme valor-p do teste *F*. Além disso, é possível identificar que 21,13% das variações ocorridas no *disclosure* podem ser explicadas pelas variáveis incluídas no modelo.

Tabela 16 – Resultados do modelo de regressão com dados em painel

Variáveis	Coefficiente	p-valor
Constante	0,558102	0,02860**
IS	-0,0479191	0,00851***
IA	0,0804191	0,01367**
T. ISE	0,0107945	0,07684*
IDADE	-0,000888573	0,16981
Comitê	0,0391249	0,18358
NI	-0,0171524	0,66351
Outros	0,0383315	0,24474
Tamanho	0,0238612	0,49056
Roe	0,0612963	0,50030
Endiv.	-0,0225625	0,06891*
R ²	0,211379	
R ² Ajustado	0,088157	
Teste F (Estatística)	1,715432	
Teste F (valor-p)	0,096383	
Jarque-Bera (estatística)	19,0017	
Jarque-Bera (valor-p)	0,0000	
Durbin-Watson	1,041695	
Teste Wald (Estatística)	373,257	
Teste Wald (valor-p)	0,0000	
Observações	75	

Fonte: Relatórios de sustentabilidade das empresas. Nota: 1) Significância estatística: *p<0,10; **p<0,05;***p<0,01. 2) Modelo corrigido por Erros padrão robustos (HAC)

O resultado do teste de *Wald* mostra que os dados apresentam heterocedasticidade, ou seja, as variâncias dos resíduos não são homocedásticas a um nível de significância de 1%. Para minimizar o problema da heterocedasticidade e também da autocorrelação, o modelo foi corrigido por erros padrão robusto.

A presença de autocorrelação foi analisada por meio do teste de Durbin-Watson. Quando o resultado do teste se aproxima de dois, indica que não há correlação, seja positiva ou negativa, e aproximando-se de zero há uma correlação positiva perfeita. Dessa forma, pode-se atribuir uma correlação positiva fraca para os dois modelos considerando que o seu valor é inferior a dois.

O teste de *Jarque-Bera* permitiu rejeitar a hipótese de pressuposto da normalidade dos resíduos e não apresentou significância estatística a um nível de significância de 1%. Porém, a teoria do limite central permite que, caso os erros não se distribuam normalmente, esse pressuposto pode ser relaxado, já que à medida que aumenta o número de observações os resíduos tendem à normalidade; em grandes amostras os resíduos tendem a se distribuírem normalmente.

As variáveis independentes investimentos ambientais (IA) e investimentos sociais (IS) foram significantes a 5% e 1%, respectivamente. A interpretação dos seus coeficientes a partir do resultado encontrado é que quanto mais a companhia realiza investimentos ambientais, maior será o seu *disclosure*. Em relação aos investimentos sociais essa relação é inversa, ou seja, impacta negativamente no *disclosure*, pois o coeficiente da regressão apresentou sinal negativo.

A análise do modelo, conforme a Tabela 16, também mostra que o tempo de permanência no ISE e o grau de endividamento foram significantes a 10% e, por isso, apresentam influência significativa no *disclosure*. Isso quer dizer que quanto maior o tempo em que uma empresa permanece listada no ISE maior o seu *disclosure*. O endividamento, ou seja, a participação do capital de terceiros impacta negativamente na variável dependente, e, por isso, quanto maior o endividamento da empresa, menos informações tendem a ser divulgadas.

Esses resultados corroboram com os estudos de Richardson e Welker (2001) e Alciatore e Dee (2006) acerca da influência do endividamento no *disclosure*, pois os resultados foram estatisticamente significantes. No entanto, o sinal do coeficiente negativo mostrou que influencia negativamente, o que difere desses estudos, que apresentaram relação positiva entre essas variáveis. Esse fato pode ser atribuído a uma baixa utilização dessas informações como forma de monitoramento pelos credores e instituições financeiras.

Em relação ao tempo de permanência no ISE, os resultados mostram influência dessa variável no *disclosure*, estando de acordo com os achados de Roberts (1992); Haniffa e Cooke (2002); Holanda e Mapurunga (2012). Esses estudos apontam que a participação em índices (grupos) de sustentabilidade influencia no *disclosure*, pois essas empresas estão comprometidas com a sustentabilidade, o que foi confirmado neste estudo.

É possível confrontar os resultados encontrados com o que era esperado conforme a literatura. Essa comparação encontra-se apresentada no Quadro 7.

Quadro 7 – Síntese das variáveis analisadas

Variáveis	Sinal Esperado	Sinal Observado	Significância
IS	+	-	SIM
IA	+	+	SIM
T. ISE	+	+	SIM
IDADE	+	-	NÃO
Comitê	+	+	NÃO
N1	+	-	NÃO
Outros	+	+	NÃO
Tamanho	+	+	NÃO
Roe	+	+	NÃO
Endiv.	+	-	SIM

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados coletados

Verifica-se ainda que o coeficiente da idade difere do sinal esperado pela literatura, uma vez que impacta negativamente no *disclosure*, e, ainda, não foi estatisticamente significativa, apresentando diferenças em relação aos estudos de Roberts (1992); Haniffa e Cooke (2002). Esse resultado pode estar associado ao fato de o modelo apresentar duas variáveis relativas ao tempo: idade da companhia e tempo no ISE. Dessa forma, quando analisadas conjuntamente, o tempo no ISE mostrou-se influente em relação ao *disclosure*, comparada à idade da companhia.

Os resultados também apontam que as variáveis relativas à governança corporativa, presença do comitê de sustentabilidade e níveis de governança, não apresentaram significância estatística, pois têm baixa influência no *disclosure*. Esses achados diferem dos estudos de Kathyayini, Tilt e Lester (2012); Htal *et al* (2012), que demonstraram influência da governança no *disclosure* e corroboram com os resultados de Murcia (2009), onde a governança não apresentou influência na divulgação voluntária, assim como a divulgação relativa à sustentabilidade, neste estudo, ainda é considerada voluntária no Brasil.

As variáveis tamanho e rentabilidade não foram estatisticamente significantes no modelo utilizado, não influenciando no *disclosure*. Em relação ao tamanho, esses resultados contrariam os estudos de Cormier, Magnan e Van Velthoven (2005), Alciatore e Dee (2006), Cunha e Ribeiro (2006) e ratificam os resultados de Murcia (2009). A respeito da rentabilidade os achados deste estudo divergem dos resultados de Haniffa e Cooke (2005), Sonnier, Carson e Paula (2007) e Murcia (2009), evidenciando que o ROE, nesse momento, não foi uma variável adequada para mensurar a rentabilidade.

Portanto, em relação às hipóteses de pesquisa, são aceitas H1, H4, H5 e H8, o que demonstra, respectivamente, a influência dos investimentos socioambientais, endividamento, idade da empresa e o tempo no ISE no *disclosure* das empresas estudadas. As demais hipóteses foram rejeitadas nesse estudo, pois não apresentaram significância estatística.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

As organizações adotam procedimentos que diminuem o impacto sobre o seu ambiente de atuação como forma de atender às reivindicações dos seus *stakeholders*, incluindo acionistas e consumidores. Os investimentos em programas ambientais e sociais se tornou comum entre as companhias, pois um desenvolvimento empresarial sustentável é parte integrante de um desempenho financeiro próspero.

As práticas ambientais e sociais estão intimamente ligadas à imagem da empresa e ao seu valor de mercado. Por isso, as políticas de divulgação de informações corporativas são destinadas a legitimar as atividades da empresa com os seus diversos *stakeholders*, as quais associadas à transparência promovem a legitimidade.

Nesse contexto, o relatório de sustentabilidade apresenta-se como o principal meio de comunicação do desempenho econômico, ambiental e social. Além disso, empresas responsáveis e transparentes para os investidores são sinônimo de elevados padrões de governança corporativa, pois é a sua política de divulgação que auxilia os seus usuários nas suas decisões de investimentos.

Nessa perspectiva, a presente pesquisa apresenta como objetivo geral analisar a relação da divulgação de informações sobre a sustentabilidade empresarial com investimentos socioambientais e governança corporativa nas empresas listadas no ISE da BM&FBOVESPA.

Para atingir o objetivo geral do presente estudo, foram definidos os objetivos específicos: 1) investigar a divulgação de informações sobre sustentabilidade empresarial de acordo com a métrica desenvolvida por Murcia (2009); 2) caracterizar os investimentos socioambientais; 3) Identificar as características da governança corporativa; e, 4) analisar a influência dos investimentos socioambientais e da governança corporativa na divulgação de informações da sustentabilidade empresarial.

Considerando os objetivos propostos, a seguir são apresentadas as considerações finais obtidas com o desenvolvimento desta pesquisa.

O primeiro objetivo foi alcançado a partir da análise de conteúdo dos relatórios de sustentabilidade, a fim de verificar a presença ou não das práticas econômicas, ambientais e sociais incluídas na métrica de Murcia (2009), no período de 2010 a 2012, nas vinte e cinco empresas listadas na metodologia.

No período analisado a divulgação acerca das 42 informações econômicas atingiu 76,76% no ano 2010, 80,47% no ano 2011 e 75,71% no ano 2012, sendo a categoria da governança corporativa mais expressiva em termos de divulgação. Por outro lado, a categoria

informações financeiras foi a que apresentou menor índice de divulgação. Isso não quer dizer que as empresas não divulgam informações financeiras, mas utilizam outros canais de comunicação para fazê-lo, tais como as demonstrações contábeis, o que pode ter sido prejudicado pela análise apenas dos relatórios de sustentabilidade.

Em relação às 29 subcategorias analisadas quanto às informações ambientais, houve a divulgação de 80,14%, 86,07% e 81,24%, respectivamente, para os anos 2010, 2011, 2012. No ano 2010, a categoria de outras informações apresentou a maior divulgação e a categoria impactos dos produtos a menor. Nos anos 2011 e 2012, a categoria ambiental de maior divulgação foi educação e pesquisa. No ano 2011 a categoria impactos dos produtos apresentou a menor divulgação, e no ano 2012 foi a categoria gestão e a auditoria ambiental.

Para as informações sociais, a partir da análise das 14 subcategorias verificou-se que no período analisado houve a maior divulgação de informações na categoria informações financeiras sociais e a menor na categoria produtos/serviços. Nos anos 2010, 2011 e 2012 foram divulgadas, respectivamente, 77,14%; 80% e 86,86% das informações analisadas.

Verificou-se que a divulgação da sustentabilidade empresarial, incluindo aspectos econômicos, ambientais e sociais, no ano 2010 foi de 78% das informações analisadas, 82% em 2011 e 79% em 2012. Também se constatou que não há uma homogeneidade quanto à apresentação das informações nos relatórios anuais e de sustentabilidade, o que dificulta a análise indicando ausência de padronização nas divulgações de informações ambientais, o que contribui para inadequação e incompletude do que está sendo divulgado.

Em relação ao segundo objetivo específico, através das informações do Balanço Social e do indicador EN30 do modelo GRI identificaram-se os investimentos socioambientais, havendo uma predominância de investimentos sociais na área de saúde, educação, cultura e esportes, realizados pela maioria das empresas com cerca de 0,5% da sua receita líquida. Os investimentos ambientais foram predominantemente destinados ao tratamento de efluentes e disposição de resíduos, projetos de eficiência energética e educação ambiental, sendo destinados pela maioria das empresas até 1% da sua receita líquida.

No terceiro objetivo específico, foram identificadas as características da governança corporativa avaliadas sob o aspecto da presença do comitê de sustentabilidade e do nível de governança corporativa em que as empresas se encontram na BM&F Bovespa. Verificou-se que em apenas 9 empresas há presença desse comitê, o que representa 36%. Em relação ao nível de governança, predominam as empresas listadas no Novo Mercado, sendo identificadas também empresas no Nível 1 e no mercado tradicional.

O quarto objetivo específico, que consistia em analisar a influência dos investimentos socioambientais e da governança corporativa na divulgação de informações da sustentabilidade empresarial, foi alcançado com auxílio de ferramentas estatísticas através da aplicação de regressão com dados em painel. Os resultados mostram que os investimentos socioambientais foram significantes. Isso reforça a associação entre a teoria da divulgação e a teoria da legitimidade, uma vez que as organizações necessitam legitimar suas atividades no ambiente em que atuam, utilizando a divulgação de informações relativas à sustentabilidade empresarial para legitimar esse processo.

As características da governança corporativa analisadas não apresentaram significância estatística, ou seja, neste estudo elas não explicam a variação no *disclosure* das companhias em estudo assim como no estudo de Murcia (2009), onde foi analisada apenas sob a perspectiva dos níveis de governança. Esse resultado pode estar associado à exigência informacional, por uma regulamentação da BM&F Bovespa, conforme o nível de governança em que a empresa se encontra, o qual pode exigir maior divulgação, não tendo impacto nas informações voluntárias, como é o caso das relativas à sustentabilidade.

Este estudo difere da pesquisa de Murcia (2009) pela inclusão de outras variáveis com o intuito de verificar sua influência no *disclosure*, a exemplo dos investimentos socioambientais, o tempo no ISE, a idade da companhia e a presença do comitê de sustentabilidade como mecanismo de governança corporativa.

Ressalta-se que os resultados nessa pesquisa limitam-se às vinte e cinco empresas listadas no ISE, no período de 2010 a 2012, sendo utilizada a análise de conteúdo como técnica de coleta de dados para avaliar o *disclosure* das informações da sustentabilidade empresarial. No entanto, sabe-se da subjetividade inerente à utilização dessa técnica, e ainda da métrica utilizada, a qual, possivelmente, não inclui todas as informações econômicas, sociais e ambientais, o que pode ter limitado os resultados da pesquisa.

Acredita-se que esse assunto não foi totalmente explorado com este estudo, sendo necessárias outras pesquisas. Como perspectivas para trabalhos futuros, e considerando a limitação deste estudo, devido à heterogeneidade amostral, recomenda-se a aplicação com amostras de empresas do mesmo segmento, no intuito de verificar se há influência de alguns órgãos reguladores a exemplo da ANEEL e da ANATEL. Sugere-se ainda incluir outras características da governança corporativa com o objetivo de constatar sua influência no *disclosure* das companhias, a fim de possibilitar maior abrangência aos resultados obtidos. Também é viável analisar o impacto dos investimentos socioambientais na divulgação considerando a natureza desse investimento, ou seja, a sua real aplicação.

Nessa perspectiva, espera-se que as discussões e recomendações apresentadas neste estudo contribuam para disseminar a divulgação de informações relativas à sustentabilidade empresarial, no intuito de minimizar os conflitos de agência entre os *stakeholders*, fortalecendo o mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

ADAMS, C.A.; LARRINAGA-GONZÁLEZ, C. Engaging with organisations in pursuit of improved sustainability accounting and performance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Bradford, v. 20, n. 3, p. 333-355, 2007.

ADAMS, C. A.; MCNICHOLAS, P. Making a difference: sustainability reporting, accountability and organisational change. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 20, n. 3, p. 382-402, 2007.

ADAMS, C. A.; ZUTSHI, A. Corporate social responsibility: why business should act responsibly and be accountable. *Australian Accounting Review*, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 31-40, 2004.

ADAMS, Sarah; SIMNETT, Roger. Integrated Reporting: an opportunity for Australia's not for Profit Sector. *Australian Accounting Review*, [s.l.], v. 21, n. 3, p. 292-301, 2011.

ADILOGLU, B.; VURAN, B. The Relationship Between The Financial Ratios And Transparency Levels Of Financial Information Disclosures Within The Scope Of Corporate Governance: Evidence From Turkey. *Journal of Applied Business Research*, Laramie, v. 28, n. 4, p. 543-554, Jul. 2012.

AERTS, W.; CORMIER, D.; MAGNAN, M. Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective. *Ecological Economics*, [s.l.], v. 64, n. 3, p. 643-659, 2008.

AGUILERA, Ruth V.; CUERVO-CAZURRA, Alvaro. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies*, [s.l.], v. 25, n. 3, p. 415-443, 2004.

ALCIATORE, Mimi L.; DEE, Carol Callaway. Environmental disclosures in the oil and gas industry. *Advances in Environmental Accounting & Management*, [s.l.], v. 3, p. 49-75, 2006.

ALVES, L. E. S. Governança e cidadania empresarial. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 78-76, out/dez.2001.

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, L. P. de, SALAZAR, G. T., CALEGÁRIO, C. L. L. & SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, SP, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

ARAS, Güler; CROWTHER, David. Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, [s.l.], v. 46, n. 3, p. 433-448, 2008.

ARAÚJO, Geraldino Carneiro de; MENDONÇA, Paulo Sergio Miranda. Análise do processo de implantação das normas de sustentabilidade empresarial: um estudo de caso em uma agroindústria frigorífica de bovinos. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, SP, v. 10, n. 2, 2008.

ARRUDA, Giovana Silva de; MADRUGA, Sérgio Rossi; FREITAS JUNIOR, Ney Izaguirry de. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a Controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, Santa Maria, RS, v. 1, n. 1, 2008.

BAEK, H.Y.; JOHNSON, D.R.; KIM, J.W. Managerial ownership, corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Business and Economic Studies*, [s.l.], v.15, n. 2, p. 44, 2009.

BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. Tradução Luís Antero Reto e Augusto Pinheiro. Lisboa: Edições 70, [1977?].

BEATTIE, Vivien; MCINNES, Bill; FEARNLEY, Stella. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, [s.l.], v. 28, p. 205-236, 2004.

BEEKES, Wendy; BROWN, Philip. Do Better Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures? *Journal of Business Finance & Accounting*, [s.l.], v. 33, n. 3-4, p. 422-450, 2006.

BEER, P.; FRIEND, F. Environmental accounting: a management tool for enhancing corporate environmental and economic performance. *Ecological Economics*, [s.l.], v. 58, p. 548-560, 2006.

BEINER, S; DROBETZ, W.; SCHMID; M. M.; ZIMMERMANN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation-evidence from Switzerland. *ECGI-Finance Working Paper*, [s.l.], n. 34, 2004.

BELKAOUI, A. *Accounting Theory*, 5. ed. London: Thomson, 2004.

BENNETT, M.; RIKHARDSSON, P.; SCHALTEGGER, S. Adopting environmental management accounting: EMA as a value-adding activity. *Environmental Management Accounting - Purpose and Progress*, Dordrecht, v. 12, p. 1-14, 2003.

BENNETT, M.; JAMES, P. Environment-related management accounting: current practice and future trends. *Greener Management International*, [s.l.], v. 17, Spring, p. 32-51, 1997.

BERGAMINI JÚNIOR, S. Contabilidade e riscos ambientais. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, jun. 1999.

BERETTA, Sergio; BOZZOLAN, Saverio. Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, [s.l.], v. 23, n. 3, p. 333-376, 2008.

BM&FBOVESPA. *Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros de São Paulo*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acesso em: 15 set. 2013.

BOMFIM, Emanuel Truta do; MONTE, Paulo Aguiar do; TEIXEIRA, Wellington dos Santos. Relação do disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no IBRX. In: 13º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2013, São Paulo, Universidade de São Paulo. *Anais...* São Paulo, jul. 2013.

BORBA, J. A.; ROVER, S.; MURCIA, F. D. R. Características do *disclosure* ambiental em empresas brasileiras potencialmente poluidoras: análise das demonstrações financeiras dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005 a 2007. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, [s.l.], v.7, n.1, p. 23-36, jan./jun. 2009.

BOTOSAN, C.A; STANFORD, M. Manager's motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No. 131 on analysts' information environment. *Accounting Review*, [s.l.], v. 80, n. 3, p. 751-771, 2005.

BRAGA, Josué P.; OLIVEIRA, José R. S.; SALOTTI, Bruno M. Determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade da Universidade Federal da Bahia*, v.3, p.81-95, 2009.

BRASKEM S/A. *Relatório Anual 2012*. São Paulo, 2012.

BRITO, Morelba. Gobernanza empresarial: ética, responsabilidad social y rentabilidad en la era pos-Enrom. *Revista Venezolana de Gerencia*, [s.l.], v. 12, n. 38, p. 183-206, 2007.

BRONSON, Scott; CARCELLO, Joseph V.; HOLLINGSWORTH, Carl W. Are fully independent audit committees really necessary? *Journal of Accounting and Public Policy*, [s.l.], v. 28, n. 4, p. 265-280, 2009.

BÜCHNER, L.M. Corporate Social Responsibility and Sustainability from a Global, European and Corporate Perspective. Corporate Social Responsibility and Sustainable Governance. *Eurolimes*, Oradea, v. 13, p. 41-55,218, Spring 2012.

BURRITT, R.L., HAHN, T.; SCHALTEGGER, S. Towards a comprehensive framework for environmental management accounting - links between business actors and environmental management accounting tools. *Australian Accounting Review*, [s.l.], v. 12, n. 2, p. 39-50, 2002.

BURRITT, R. L.; SAKA, C. Environmental management accounting applications and ecoefficiency: case studies from Japan. *Journal of Cleaner Production*, Austrália, v. 14, n. 14, p. 1262-1275, 2006.

CALLADO, A. L. C. *Modelo de mensuração de sustentabilidade empresarial: Uma aplicação em vinícolas localizadas na Serra Gaúcha*. Tese (Doutorado em Agronegócios). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2010.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CHATTERJEE, S.; HARRISON, J.S.; BERGH, D.D. Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing. *Strategic Management Journal*, Chicago, v. 24, n. 1, p. 87-96, 2003.

CHEN, Jennifer C.; ROBERTS, Robin W. Toward a More Coherent Understanding of the Organization–Society Relationship: A Theoretical Consideration for Social and Environmental Accounting Research. *Journal of business ethics*, [s.l.], v. 97, n. 4, p. 651-665, 2010.

CHO, Charles H.; PATTEN, Dennis M. The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, [s.l.], v. 32, n. 7, p. 639-647, 2007.

CLARKSON, Max E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, [s.l.], v. 20, n. 1, p. 92-117, 1995.

COHEN, Jeffrey R.; HOLDER-WEBB, Lori L.; NATH, Leda; WOOD, David. Corporate Reporting of Nonfinancial Leading Indicators of Economic Performance and Sustainability. *Accounting Horizons*, [s.l.], v. 26, n. 1, p. 65-90, 2011.

COFFMAN, M.; UMEMOTO, K. The triple-bottom-line: framing of trade-offs in sustainability planning practice. *Environment, Development and Sustainability*, Dordrecht, v. 12, n. 5, p. 597-610, 2010.

COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. Coleta, Análise e Interpretação dos Dados. In: BEUREN Ilse Maria (org). *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade*. 3 ed. São Paulo: Atlas 2010.

CORMIER, Denis; MAGNAN, Michel; VAN VELTHOVEN, Barbara. Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions? *European Accounting Review*, [s.l.], v. 14, n. 1, p. 3-39, 2005.

COSTA, R. S.; MARION, J. C. A uniformidade na evidenciação das informações ambientais. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo: USP, n. 43, p. 20-33, 2007.

COSTA, Gustavo da Silva. A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil. 2008. Dissertação de Mestrado. Dissertação de Mestrado em Administração, Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

CROWTHER, D.A *Social Critique of Corporate Reporting*. Aldershot: Ashgate, 2002.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maisa de Souza. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. In: 30º ENCONTRO DA ANPAD. *Anais...*, Salvador: ANPAD, 2006.

DAHL, A. L. The big picture comprehensive approaches. In: MOLDAN, B.; BILHARZ, S. (Orgs.). *Sustainability indicators: report of the project on indicators of sustainable development*. Chichester: John Willey and Sons, 2007.

DAMAK-AYADI, Salma. Social and environmental reporting in the annual reports of large companies in France. *Accounting & Management Information Systems*, Bucharest, v. 9, n. 1, p. 22-44, 2010.

DEEGAN, C. *Environmental management accounting e an introduction and case studies for Australia*. Melbourne. Institute of Chartered Accountants of Australia. Australian Department of Environment and Heritage, 2003.

- DEEGAN, C. Organisational legitimacy as a motive for sustainability reporting. In: UNERMAN, Jeffrey; BEBBINGTON, Jan; O'DWYER, Brendan (ed.). *Sustainability accounting and accountability*. London, UK: Routledge, 2007.
- DEEGAN, Craig; RANKIN, Michaela. Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 9, n. 2, p. 50-67, 1996.
- DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, [s.l.], v. 46, p. 1325-1359, 1991.
- DIAS, Reinaldo. *Marketing ambiental ética, responsabilidade social e competitividade nos negócios*. São Paulo: Atlas, 2007.
- DRASKOVIC, M.; STJEPCEVIC, J. Institutional framework of corporate governance with reference to the former Yugoslav transition economies. *Montenegrin Journal of Economics*, Podgorica, v. 8, n. 4, p. 27-41, 2012.
- DURATEX S/A. *Relatório anual e de sustentabilidade 2012*. São Paulo, 2012.
- DYE, R. A. An evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting». *Journal of Accounting and Economics*. [s.l.], v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.
- ELKINGTON, John B. Governance for sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, [s.l.], v.14, n.6, p. 522-529, 2006.
- ELSAKIT, O.M.; WORTHINGTON, A.C. The Attitudes of Managers and Stakeholders towards Corporate Social and Environmental Disclosure. *International Journal of Economics and Finance*, Toronto, v. 4, n. 12, p. 240-251, 2012.
- FARIAS, K. T. R. *A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas*. 2008. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, Rio Preto, 2008.
- FAROUK, S.; CHERIAN, J.; JACOB, J. Green Accounting and Management for Sustainable Manufacturing in Developing Countries. *International Journal of Business and Management*. Toronto, Canada, v. 7, n. 20, p. 36-43, 2012.
- FIROZ, M.; ANSARI, A. Environmental Accounting and International Financial Reporting Standards (IFRS). *International Journal of Business and Management*. [s.l.], v. 5, p. 105-112, 2010
- FISS, P. C. Institutions and Corporate Governance. In: GREENWOOD, R.; OLIVER, C.; SAHLIN-ANDERSSON, K.; SUDDABY, R. (Eds.). *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*. London: Sage, 2008. p. 389-410.

GALE, R. Environmental management accounting as a reflexive modernization strategy in cleaner production. *Journal of Cleaner Production*, Australia, v. 14, n. 14, p. 1228-1236, 2006.

GARCIA, R. S. M.; OLIVEIRA, D. L. Contabilidade ambiental: história e função. *Gestão e Tecnologia*, Faculdade Delta, [s.l.], ano 1, p. 11-16, set/out. 2009.

GAZZOLA, Patrizia; MELLA, Piero. Corporate performance and corporate social responsibility (CSR). A necessary choice? *Economia Aziendale Online*, n. 3, p. 1-22, 2012.

GIBSON, K.C.; MARTIN, B.A. Demonstrating value through the use of environmental management accounting. *Environmental Quality Management*, [s.l.], v. 13, n. 3, p. 45-52, 2004.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira. *Fatores explicativos do disclosure voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2010.

GRAY, R. Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet. *Accounting, Organizations and Society*, [s.l.], v. 35, p. 47-62, 2010.

GRAY, R., KOUHY, R; LAVERS, S. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 8, n. 2, p. 47-77, 1995.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria Básica*. 5 ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

GURVITSH, N.; SIDOROVA, I. Environmental and Social Accounting Disclosures as a Vital Component of Sustainability Reporting Integrated into Annual Reports of the Baltic Companies for the Years 2007-2011: Based on Companies Listed on NASDAQ OMX Baltic Main List as of June 2012. *GSTF Business Review (GBR)*, Singapore, v. 2, n. 1, p. 38-44, 2012.

HANIFFA, Rozaini Mohd; COOKE, Terry E. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, [s.l.], v. 38, n. 3, p. 317-349, 2002.

HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, [s.l.], v. 24, n. 5, p. 391-430, 2005.

HANSEN, D.R.; MOWEN, M.M. *Environmental Cost Management, Management Accounting*. Mason Ohio: Thomson-South-Western, 2005.

HARROWELL, J. R. The three objectives of accounting. *New York Certified Public Accountant (pre-1986)*. New York, United States, v. 38, n. 7, p. 490-490, 1968.

HEALY, P.; PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l.], v. 31, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da Contabilidade*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HERATH, G. Sustainable development and environmental accounting: the challenge to the economics and accounting profession. *International Journal of Social Economics*, Bradford, United Kingdom, v. 32, n. 12, p. 1035-1050, 2005.

HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M.S. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York*, New York, v. 9, n. 1, p. 7-26, 04 2003.

HOLANDA, Allan Pinheiro; MAPURUNGA, Patrícia Vasconcelos Rocha. Disclosure social e reputação corporativa: um estudo das empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial da BM&FBOVESPA. *Revista Uniabeu*, [s.l.], v. 5, n. 11, p. 91-107, 2012.

HOLDER-WEBB, Lori; COHEN, Jeffrey R.; NATH, Leda; WOOD, David et al. The supply of corporate social responsibility disclosures among US firms. *Journal of Business Ethics*, [s.l.], v. 84, n. 4, p. 497-527, 2009.

HOLLAND, Leigh; FOO, Yee Boon. Differences in environmental reporting practices in the UK and the US: the legal and regulatory context. *The British Accounting Review*, [s.l.], v. 35, n. 1, p. 1-18, 2003.

HTAY, S.N.N.; RASHID, H. M.A.; ADNAN, M. A.; MEERA, A. K. M. Impact of Corporate Governance on Social and Environmental Information Disclosure of Malaysian Listed Banks: Panel Data Analysis. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Las Vegas, v. 4, n. 1, p. 1-24, 2012.

JABAREEN, Yosef. A new conceptual framework for sustainable development. *Environment, Development and Sustainability*, [s.l.], v. 10, n. 2, p. 179-192, 2008.

JAIN, Pankaj K.; KIM, J.; REZAEE, Zabihollah. Have the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the CEO certifications made the market participants more informed. *University of Memphis, Working paper*, 2003.

JAIN, Pankaj K.; REZAEE, Zabihollah. The Sarbanes- Oxley Act of 2002 and Capital-Market Behavior: Early Evidence. *Contemporary Accounting Research*, [s.l.], v. 23, n. 3, p. 629-654, 2006.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, [s.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIMENEZ, I. C. ; CHULIÁN, M. F.; LARRINAGA-GONZÁLEZ, C.; CARQUÉS, F. J. H. Compliance with Mandatory Environmental Reporting in Financial Statements: The Case of

Spain (2001-2003). *Journal of Business Ethics*, Netherlands, [s.l.], v. 79, n. 3, p. 245-262, 2008.

JOSE, A; LEE, S. M. Environmental report of global corporations: a content analysis bases on website disclosures. *Journal of Business Ethics*, [s.l.], v. 72, p. 307-321, 2007.

JUNG-CHIN, S.; REUER, J.J. Adverse Selection in Acquisitions of Small Manufacturing Firms: A Comparison of Private and Public Targets. *Small Business Economics*, Dordrecht, Netherlands, v. 24, n. 4, p. 393-407, 2005.

KATHYAYINI, K.; TILT, C.A.; LESTER, L.H. Corporate governance and environmental reporting: an Australian study. *Corporate Governance*, Bradford, v. 12, n. 2, p. 143-163, 2012.

KHAN, M.M.; REHMAN, Zia-ur; DOST, K. B.; MUMTAZ, M. Impact of Corporate Governance on Financial Performance: Evidence from textile industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Belleville, v. 3, n. 1, p. 335-345, 2011.

KLASSEN, R. D.; WHYBARK, D. C. Environmental Management in Operations: The Selection of Environmental Technologies. *Decision Sciences*. [s.l.], v. 30, n. 3, p. 601-631, 1999.

KRAEMER, Maria E. P. Contabilidade Ambiental Como Sistema de Informação. *Revista Brasileira de Contabilidade*. Brasília, DF, ano 31, n. 133, p. 72-91, jan/fev. 2002.

LARRINAGA, C.; FENECH, F. C.; GONZÁLEZ, F. J. C; RUÍZ, C. C.; SANDUBETE, J. M. P. The role of environmental accounting in organizational change: an exploration of Spanish companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 14, n. 2, p. 213-239, 2001.

LEUZ, Christian. Cross listing, bonding and firms' reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l.], v. 42, n. 1, p. 285-299, 2006.

LIMA, Gerlando A. S.; LIMA, Iran S.; PIMENTEL, René C. *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais*. São Paulo: Atlas, 2006.

LINDBLOM, C.K. The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. *Critical Perspectives on Accounting*. In: *Critical Perspectives on Accounting Conference*. New York: 1994.

MACHADO, Márcia Reis; MACHADO, Márcio André Veras; SANTOS, Ariovaldo dos. A relação entre setor econômico e investimentos sociais e ambientais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, [s.l.], v. 13, n. 3, p. 102-115, 2010.

MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A. da S.; MACHADO, M. R.; SIQUEIRA, J. R. M. de. Análise da relação entre investimentos socioambientais e a inclusão de empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial-(ISE) da BM&FBovespa. *Revista de Ciências da Administração*, [s.l.], v. 14, n. 32, p. 141-156, 2012.

MACHO-STADLER, Inês; PEREZ-CASTILHO, J. David. *An introduction to the economics of information: incentives and contracts*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2001.

MARTÍNEZ, Alier Joan. *Da economia ecológica ao ecologismo popular*. Tradução Armando Melo Lisboa. Blumenau: FURB, 1998.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo, Atlas, 2002.

MATHER, G.; DENBY, L.; WOOD, L. N.; HARRISON, B. Business graduate skills in sustainability. *Journal of Global Responsibility*, Bingley, United Kingdom, v. 2, n. 2, p. 188-205, 2011.

MATHEWS, M.R. Accounting for macro-social impacts: a new research agenda. *Accounting Forum*, [s.l.], v. 24, n. 2, p. 187-196, 2000.

MEADOWS, D. L.; MEADOWS, D. H.; RANDERS, J.; BEHRENS, W. W. *The Limits to Growth – A Report for the Club of Rome’s Project on the Predicament of Mankind* (Universe Books, New York), 1972.

MEDEIROS JUNIOR, Arinaldo Vitor; BOENTE, Diego Rodrigues. Risco e retorno das companhias abertas brasileiras em comparação aos níveis de governança corporativa da Bovespa. *Registro Contábil*, [s.l.], v. 3, n. 2, p. 38-59, 2012.

MENDONCA, Patricia Maria; ARAUJO, Edgilson Tavares. SUSTENTABILIDADE ORGANIZACIONAL E AS ONGS: CONTRIBUIÇÕES DA TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS. *Gestão & Planejamento-G&P*, [s.l.], v. 12, n. 1, 2011.

MICHELON, Giovanna; PARBONETTI, Antonio. The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, [s.l.], v. 16, n. 3, p. 477-509, 2012.

MINAYO, M. C. S. Ciência, Técnica e Arte: O Desafio da Pesquisa Social. MINAYO, M. C. S. (Org.). *Pesquisa social: teoria, método e criatividade*. 22. ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 2002. p. 9-29.

MONTEIRO, Sônia Maria da Silva; GUZMÁN, Beatriz Aibar. Determinants of environmental disclosure in the annual reports of large companies operating in Portugal. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, [s.l.], v. 17, n. 4, p. 185-204, 2010.

MURCIA, Fernando Da-Ri; ROVER, Suliani; LIMA, Iran; FÁVERO, Luis Paulo; LIMA, Gerlando. Disclosure verde nas demonstrações contábeis: características da informação ambiental e possíveis explicações para divulgação voluntária. *UNB Contábil*, [s.l.], v.11, n.1-2, p.260-278, 2008.

MURCIA, Fernando Da-Ri. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

NARAYANAN, V. K.; PINCHES, G. E.; KELM, K. M.; LANDE, D. M. The influence of voluntarily disclosed qualitative information. *Strategic Management Journal*, [s.l.], v. 21, n. 7, p. 707-722, 2000.

NEUTZLING, Daiane Mülling. Sustentabilidade em uma cadeia de biodiesel no Rio Grande do Sul com foco na agroindústria produtora. Dissertação (Mestrado em Agronegócio). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

NIYAMA, J. K.; SILVA, C. A. T. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2008.

NOSSA, Valcemiro. *Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional*. 2002. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

NOSSO FUTURO COMUM (*Relatório Brundtland*). Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1988.

NUNES, J. G.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; GALDI, F. C. Análise das Variáveis que Influenciam a Adesão das Empresas ao Índice BM&F Bovespa de Sustentabilidade Empresarial. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, p. 328-340, 2010.

O'DONOVAN, Gary. Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.

OLIVEIRA, A. F. de; MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. Evidenciação ambiental de empresas de setores potencialmente poluidores listadas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE). *Revista de Gestão Social e Ambiental - RGSA*, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 20-37, jan./abr. 2012.

OOGHE, Hubert; DE LANGHE, Tine. The Anglo-American versus the Continental European corporate governance model: empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review*, [s.l.], v. 14, n. 6, p. 437-449, 2002.

ORELLANO, Verônica Inês Fernandez; QUIOTA, Silvia. Análise do retorno dos investimentos socioambientais das empresas brasileiras. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, [s.l.], v. 51, n. 5, p. 471-484, 2011.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OCDE). *OECD Principles of Corporate Governance – 2004 Edition*. Disponível em: <www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. Acesso em: 23 out. 2013.

PATTEN, Dennis M. Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, [s.l.], v. 17, n. 5, p. 471-475, 1992.

PEDERSEN, Esben Rahbek. Making corporate social responsibility (CSR) operable: How companies translate stakeholder dialogue into practice. *Business and Society Review*, [s.l.], v. 111, n. 2, p. 137-163, 2006.

PEREIRA, Antonio; BRUNI, Adriano; DIAS FILHO, José. Legitimidade Corporativa EM Empresas Pertencentes a Indústrias Ambientalmente Sensíveis: Um Estudo Empírico com Empresas que Negociam Ações na Bovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, 2010.

POKSINSKA, B.; JENS, J. D.; EKLUND, J. A.E. Implementing ISO 14000 in Sweden: Motives, benefits and comparisons with ISO 9000. *The International Journal of Quality & Reliability Management*, Bradford, v. 20, n. 4, p. 585-606, 2003.

PRAMANIK, Alok Kumar; SHIL, Nikhil Chandra; DAS, Bhagaban. Environmental accounting and reporting With special reference to India. 2007.

RAMASWAMY, V.; UENG, C. J.; CARL, L. Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study. *Academy of Strategic Management Journal*, [s.l.], v. 7, n. 1, p. 21-23, 2008.

RANKIN, M.; WINDSOR, C.; WAHYUNI, D. An investigation of voluntary corporate greenhouse gas emissions reporting in a market governance system. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Bradford, United Kingdom, v. 24, n. 8, p. 1037-1070, 2011.

REPETTO, Robert. Protecting investors and the environment through financial disclosure. *Utilities Policy*, [s.l.], v. 13, n. 1, p. 51-68, 2005.

RIBEIRO, Maisa de Souza. *Contabilidade Ambiental*. São Paulo: Saraiva, 2005.

RIBEIRO, V. P. L.; AIBAR-GUZMAN, C. Determinants of environmental accounting practices in local entities: evidence from Portugal. *Social Responsibility Journal*, Bingley, United Kingdom, v. 6, n. 3, p. 404-419, 2010.

RIBEIRO NETO, R. M. FAMA, R. Uma Alternativa de Crescimento para o mercado de Capitais Brasileiro – O Novo Mercado. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, 2002.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, [s.l.], v. 26, n. 7, p. 597-616, 2001.

RIKHARDSSON, Pall; HOLM, Claus. The effect of environmental information on investment allocation decisions—an experimental study. *Business Strategy and the Environment*, [s.l.], v. 17, n. 6, p. 382-397, 2008.

ROBERTS, R. Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, [s.l.], n. 17, v. 6, p. 595-612, 1992.

RODRIGUEZ-DOMINGUEZ, L.; GALLEGO-ALVAREZ, I.; GARCIA-SANCHEZ, I. Corporate Governance and Codes of Ethics. *Journal of Business Ethics*, Dordrecht, v. 90, n. 2, p. 187-202, 12 2009.

ROE, M. J. The Institutions of Corporate Governance. In: MENARD, C.; SHIRLEY, M. M.

Handbook of New Institutional Economics. Netherlands: Springer, 2005. p. 371-399.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. S. Governança Corporativa e Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: Análise do Risco Brasil. XXVIII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANAP), 2004, Curitiba. *Anais...*, Rio de Janeiro: ANPAD (CD-ROM), 2004.

ROSSONI, Luciano. *Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa*. 2009. Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009.

ROVER, Suliani. *Disclosure sociambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

ROVER, Suliani; TOMAZZIA, Eduardo Cardeal; MURCIA, Fernando Dal-Ri; BORBA, José Alonso. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 47, n. 2, p. 217-230, abr/mai/jun 2012.

ROVER, Suliani; BORBA, José Alonso; BORGERT, Altair. Como as empresas classificadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) evidenciam os custos e investimentos ambientais. *Revista de Custos e @gronegocio online*, v. 4, 2008.

SACCONI, Lorenzo. A social contract account for CSR as an extended model of corporate governance (I): Rational bargaining and justification. *Journal of Business Ethics*, [s.l.], v. 68, n. 3, p. 259-281, 2006.

SALANCIK, Gerald R. Interorganizational dependence and responsiveness to affirmative action: The case of women and defense contractors. *Academy of Management Journal*, [s.l.], v. 22, n. 2, p. 375-394, 1979.

SALATKA, W. K. The relationship among accounting choices prior to mandatory accounting rules, information disclosure, and timing of adoption of mandatory rules. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, [s.l.], v. 13, n. 2, p. 91-101, 1996.

SANTANA, M. H. O novo Mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, São Paulo, dez. 2001.

SANTANA, Naja Brandão; PÉRICO, Ana Elisa; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Investimento em Responsabilidade Sócio-ambiental de empresas distribuidoras de energia elétrica: uma análise por envoltória de dados. *Revista Gestão Industrial*, [s.l.], v. 2, n. 4, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; FERNANDES, Luciane Alves; PINHEIRO, Paulo Roberto; GOMES, José Mário M.; MACHADO, Nilson Perinazzo. Evidenciação de ativos intangíveis: uma forma de minimizar os problemas causados pela seleção adversa. In: ENANPAD, 29, 2005, Brasília, *Anais...* Brasília: ANPAD, 2005.

SCOTT, W. R.; RUEF, M.; MENDEL, P. J.; CARONNA, C. A. *Institutional Change and Healthcare Organizations: From Professional Dominance to Managed Care*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Ensaio sobre a teoria da divulgação. *Brazilian Business Review*. [s.l.], v. 2, n. 1, p. 53-70, jan./jun. 2005.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*. Universidade de São Paulo. São Paulo, v. 19, n. 48, p. 37-49, set/dez, 2008.

SCHALTEGGER, S.; BURRITT, R.. *Corporate sustainability*. In FOLMER, Henk; TIETENBERG, Tom (Ed.). *The International Yearbook of Environmental and Resources Economics 2003/2004: A Survey of Current Issues*. Edward Elgar Publishing, 2005. p. 185-222.

SHERMAN, W.R. The Triple Bottom Line: The Reporting Of "Doing Well" & "Doing Good". *Journal of Applied Business Research*, Laramie, [s.l.], v. 28, n. 4, p. 673-681, Jul 2012.

SEGANTINI, G. T. *Análise da relação entre condutas ambientais das empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial e o seu desempenho econômico*. 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2012.

SENGE, S. Accounting for the environment: an analysis of issues. *Ohio CPA Journal*, [s.l.], v. 52 n. 1, p. 33-41, 1993.

SERAFIM, Elísio; QUELHAS, Oswaldo Luiz Gonçalves; ALLEDI, Cid. Histórico e fundamentos da governança corporativa - Contribuições para a sustentabilidade das organizações. 2011. VII CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 2011, Rio de Janeiro. *Anais...*, ago. 2011. Disponível em: <http://www.excelenciaemgestao.org/portals/2/documents/cneg6/anais/t10_0261_1459.pdf>. Acesso em: 13 mai.2013.

SETTHASAKKO, W. Barriers to the development of environmental management accounting. *EuroMed Journal of Business*, Bingley, United Kingdom, v. 5, n. 3, p. 315-331, 2010.

SIENA, Osmar; COSTA, Gleimira B.; OLIVEIRA, Oleides F. *Desenvolvimento Sustentável: discussão conceitual*. 2º SEMINÁRIO SOBRE SUSTENTABILIDADE, Curitiba: UNIFAE, *Anais...*, 2007, p. 16. Disponível em: <http://www.sottili.xpg.com.br/publicacoes/pdf/IIseminario/pdf_reflexoes/reflexoes_19.pdf>. Acesso em: 22 out 2013.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 39, n. 4, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. Tese (Doutorado

em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo. 2004.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela de; KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães; TOLEDO, Franklina Maria Bragion de. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. *Revista Economia*, Brasília-DF, v.7, n.3, p.521–544, set/dez 2007.

SKANAVIS, C.; ZACHARAKI, Polytimi; GIANNOULIS, Christos; PETRENITI, Vasiliki. et al. Education on Sustainable Development Based on Local Agenda 21. *Journal of Environmental Protection*, Irvine, United States, v. 2, n. 4, p. 371-378, 2011.

SONNIER, B.M.; CARSON, K.D.; PAULA, P.C. Accounting for Intellectual Capital: The Relationship between Profitability and Disclosure. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, Fort Lauderdale, v. 12, n. 2, p. 3-14, 2007.

SOUZA, M. A. de; RÁSIA, K. A.; JACQUES, F. V. da S. Evidenciação de informações ambientais pelas empresas integrantes do índice de sustentabilidade empresarial - ISE. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, [s.l.], v. 2, n. 1, p. 51-139, 2010.

SUCHMAN, M. C. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*. [s.l.], v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995.

SUN, N.; SALAMA, A.; HUSSAINEY, K; HABBASH, M. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management. *Managerial Auditing Journal*, Bradford, v. 25, n. 7, p. 679-700, 2010.

SUTTIPUN, M.; STANTON, P. Determinants of Environmental Disclosure in Thai Corporate Annual Reports. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Las Vegas, v. 2, n. 1, p. 99-115, 2012.

SWIRE, Peter. A theory of disclosure for security and competitive reasons: Open source, proprietary software, and government agencies. *Houston Law Review*, [s.l.], v. 42, n. 5, 2006.

TAVARES FILHO, Francisco. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: Uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa*. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

TCHOUASSI, Gérard; NOSSEYAMBA, Benjamin Ouedraogo. Corporate governance and maximization of shareholder value: Theoretical analysis from Francophone countries in Africa. *Journal of Public Administration and Policy Research*, [s.l.], v. 3, n. 6, p. 198-206, 2011.

TELEFÔNICA BRASIL S/A. *Relatório anual e de sustentabilidade 2012*. São Paulo, 2012.
TILLING, Matthew V.; TILT, Carol A. The edge of legitimacy: voluntary social and environmental reporting in Rothmans' 1956-1999 annual reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 23, n. 1, p. 55-81, 2010.

TODEA, N.; STANCIU, I.C.; UDREA, A.M. J. Environmental Accounting - a Tool used by the Entity for Determining Environmental Costs. *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica*, Alba Iulia, Romania, v. 12, n. 1, p. 207-217, 2010.

TRACTEBEL ENERGIA S/A. *Relatório de sustentabilidade 2012*. Florianópolis, 2012.

ULLMAN, A. Data in search of theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance. *Academy of Management Review*, [s.l.], 10(3), p. 540-577, 1985.

UNERMAN, J.; BENNETT, M. Increased stakeholder dialogue and the internet: towards greater corporate accountability or reinforcing capitalist hegemony? *Accounting, Organizations and Society*, Oxford, v. 29, n. 7, p. 685-707, 2004.

VELLANI, Cassio Luiz; NAKAO, S. H. Investimentos ambientais e redução de custos. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 3., 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP, 2003.

VELLANI, Cassio Luiz; RIBEIRO, Maisa de Souza. Sustentabilidade e contabilidade. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, [s.l.], v. 6, n. 11, p. 187-206, 2009.

VERRECCHIA, Robert. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l.], v. 32, p. 97-180, 2001.

WAJEEH, Ismail Azzam; MUNEEZA, Aishath. Strategic corporate governance for sustainable mutual development. *International Journal of Law and Management*, [s.l.], v. 54, n. 3, p. 197-208, 2012.

WATSON, Anna; SHRIVES, Philip; MARSTON, Claire. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, [s.l.], v. 34, n. 4, p. 289-313, 2002.

WEINHOFER, G.; HOFFMAN, V. H. *Mitigating climate change: how do corporate strategies differ?* *Business Strategy and the Environment*, [s.l.], v. 19, n. 2, p. 77-89, 2010.

WCED – World Commission to Environmental Development. *Our common future*. Oxford: Oxford University Press, 1987.

WILLIAMS, C. C.; MILLINGTON, A. C. The diverse and contested meanings of sustainable development. *The Geographical Journal*, [s.l.], v. 170, n. 2, p. 99-104, 2004.

WILMSHURST, Trevor D.; FROST, Geoffrey R. Corporate environmental reporting: a test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, [s.l.], v. 13, n. 1, p. 10-26, 2000.

YOUNG, J. Education at the Commission on Sustainable Development: the perception of the international community. *Environmentalist*, Lausanne, Netherlands, v. 20, n. 2, p. 169-178, 2000.

ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. I. I. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrate model. *Journal of Management*, [s.l.], 15(2), p. 291-334, 1989.