

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

BÁRBARA SIQUEIRA DA SILVA

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO
SOCIOAMBIENTAL DE EMPRESAS LISTADAS NA B3.**

BELO HORIZONTE

2020

BÁRBARA SIQUEIRA DA SILVA

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO
SOCIOAMBIENTAL DE EMPRESAS LISTADAS NA B3.**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. José Roberto de Souza
Francisco

BELO HORIZONTE

2020

Ficha catalográfica

S586i
2020
Silva, Bárbara Siqueira da.
A influência da governança corporativa na divulgação socioambiental de empresas listadas na B3 [manuscrito] / Bárbara Siqueira da Silva. – 2020.
155 f.: il., tabs.

Orientador: José Roberto de Souza Francisco.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Controladoria e Contabilidade.

Inclui bibliografia (f. 124-146).

1. Controladoria – Teses. 2. Governança corporativa – Brasil – Teses. 3. Desenvolvimento sustentável – Brasil – Teses. I. Francisco, José Roberto de Souza. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Controladoria e Contabilidade. III. Título.

CDD: 658.15

Elaborado por Rosilene Santos CRB6/2527
Biblioteca da FACE/UFMG. – RSS76/2020



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

BÁRBARA SIQUEIRA DA SILVA

Esta Dissertação foi julgada adequada pelo Curso de Mestrado em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito para obtenção do título de Mestre em Controladoria e contabilidade.

Belo Horizonte, 16 de março de 2020.

Prof(a) Dra. Valéria Gama Fully Bressan
Coordenadora do Curso

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. José Roberto de Souza Francisco
(Orientador/CEPCON/FACE)

Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar
(CEPCON/FACE)

Prof(a) Dra. Laise Ferraz Correia
(CEFET/MG)

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral
(FNH)

Belo Horizonte, 2020



Documento assinado eletronicamente por **Jose Roberto de Souza Francisco, Professor do Magistério Superior**, em 28/07/2020, às 14:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ewerton Alex Avelar, Professor do Magistério Superior**, em 28/07/2020, às 15:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).

Documento assinado eletronicamente por **Laise Ferraz Correia, Usuário Externo**, em 29/07/2020, às



10:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Hudson Fernandes Amaral, Membro**, em 29/07/2020, às 11:41, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Valeria Gama Fully Bressan, Coordenador(a) de curso de pós-graduação**, em 29/07/2020, às 13:19, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0194392** e o código CRC **5F0B7D3F**.

AGRADECIMENTOS

“Agradeço todas as dificuldades que enfrentei; não fosse por elas, eu não teria saído do lugar. As facilidades nos impedem de caminhar. Mesmo as críticas nos auxiliam muito”. (Chico Xavier). Apesar de todas as dificuldades foram elas que me fizeram pesquisar mais, buscar mais conhecimento, estudar mais, escutar mais, aceitar as críticas e conseguir concluir essa dissertação. Assim, neste momento, só tenho a agradecer...

Agradecer à minha família pela compreensão, apoio e por acreditar que seria capaz de concluir este trabalho.

Agradecer à minhas amigas de vida pelos momentos de descontração, pelo apoio e por compreenderem à minha ausência.

Agradecer aos colegas de mestrado com quem muitas vezes tirei dúvidas, compartilhei receios e me mostram que não estava sozinha.

Agradecer a meu orientador, Prof. Dr. José Roberto, pela paciência (muita paciência), pelos inúmeros apontamentos neste trabalho, pelos conselhos e por não desistir.

Agradecer aos membros da banca Laise, Hudson e Ewerton pelas inúmeras sugestões na qualificação, que contribuíram imensamente para execução desta pesquisa.

Agradecer ao CEPCON e a todos os professores, que de alguma forma, passaram seu conhecimento para que fosse possível concretizar essa dissertação.

E, agradecer a Deus que sempre está conosco e nos faz acreditar que tudo é possível, mesmo quando nós duvidamos.

RESUMO

Silva, B. S. (2020). *A influência da governança corporativa na divulgação socioambiental de empresas listadas na B3*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, MG, Brasil.

A governança corporativa é um conjunto de regras e recomendações que visam garantir a transparência e a integridade da instituição. Assim, os responsáveis pela administração buscam realizar práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), bem como divulgá-las para que a companhia seja percebida pelos *stakeholders* como sendo legítimas, evitando assim ameaças a reputação, e, conseqüentemente, a perda de legitimidade. Afinal, caso a empresa não seja vista como operando dentro do que é socialmente aceito, pode correr sérios riscos de continuidade. Dessa forma, o relatório de sustentabilidade é o documento que informa às partes interessadas os mecanismos e ações que as empresas vêm adotando para melhorar o meio nos quais estão inseridas. No entanto, essa divulgação é voluntária. Diante disso, a pesquisa tem como objetivo geral identificar quais características de governança corporativa, das empresas da Brasil, Bolsa, Balção (B3), influenciaram na divulgação de informações socioambientais, no período de 2013 a 2018. Com relação aos procedimentos utilizados a pesquisa é documental, visto que, utiliza da análise de conteúdo, dos relatórios de sustentabilidade, para mensurar o nível de divulgação socioambiental, além de capturar as variáveis de governança corporativa dos formulários de referência. Quanto à abordagem do problema a pesquisa é quantitativa, pois utiliza a análise fatorial para verificar os fatores da divulgação socioambiental, além de regressão logística para verificar a probabilidade das empresas divulgarem o relatório de sustentabilidade e a regressão linear múltipla para verificar o nível de divulgação dado às características de governança corporativa. Os resultados da regressão logística apontam que o Tamanho do Conselho de Administração (TCA), a Independência do Conselho (IC), o Potencial de Poluição e a Utilização dos Recursos Naturais (PPURN) e o Tamanho da Empresa (TAM) apresentam uma relação positiva e significativa com a probabilidade da empresa divulgar o relatório de sustentabilidade. Em relação à regressão linear múltipla, as variáveis Concentração de Capital (CC), Nível de Governança (NG), PPURN e TAM apresentaram um relação positiva e significativa com o nível de divulgação socioambiental. Portanto, o resultado contribui com a literatura, pois indica que a adesão do relatório de sustentabilidade está ligada aos membros que compõem o conselho de administração, que detém o poder de tomada de decisão. Os níveis de informações socioambientais, divulgadas nesses documentos, estão relacionados ao nível de governança, de maneira mais ampla, bem como com a concentração de capital. O tamanho da empresa e o PPURN afetam tanto a probabilidade de aderir ao relatório de sustentabilidade quanto à quantidade de informações divulgadas. Assim, o estudo demonstra que a divulgação de informações socioambientais pode ser vista sob duas perspectivas: a primeira refere-se à decisão de aderir ao relatório de sustentabilidade, que está ligada a composição do conselho de administração; já a segunda está relacionada ao conteúdo que é divulgado nesse documento que é influenciado por questões mais amplas ligadas a governança corporativa, como o nível de listagem em bolsa e a concentração de capital. Apesar dessa diferenciação, o tamanho da empresa e a atividade exercida é um ponto em comum, que influencia tanto na decisão de elaborar o relatório quanto no conteúdo divulgado.

Palavras-chave: *Disclosure*; Governança Corporativa; Relatório de Sustentabilidade.

ABSTRACT

Silva, B. S. (2020). *The influence of corporate governance on the social and environmental disclosure of companies listed on B3*. Masters dissertation, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, MG, Brasil.

Corporate governance is a set of rules and recommendations that aim to ensure the institution's transparency and integrity. Thus, those responsible for management seek to carry out Corporate Social Responsibility (CSR) practices, as well as publicize them so that the company is perceived by the stakeholders as being legitimate, thus avoiding threats to reputation, and, consequently, the loss of legitimacy. After all, if the company is not seen as operating within what is socially accepted, it can run serious risks of continuity. Thus, the sustainability report is the document that informs stakeholders about the mechanisms and actions that companies have been adopting to improve the environment in which they operate. However, this disclosure is voluntary. In light of this, the research has the general objective of identifying which characteristics of corporate governance, of companies in Brazil, Bolsa, Balção (B3), influenced the dissemination of socio-environmental information, in the period from 2013 to 2018. Regarding the procedures used, the research is documentary, since it uses content analysis, sustainability reports, to measure the level of socio-environmental disclosure, in addition to capturing the corporate governance variables of the reference forms. As for the approach to the problem, the research is quantitative, as it uses factor analysis to verify the factors of socio-environmental disclosure, in addition to logistic regression to verify the likelihood of companies publishing the sustainability report and multiple linear regression to verify the level of disclosure given corporate governance characteristics. The results of the logistic regression show that the Size of the Board of Directors (TCA), the Independence of the Board (IC), the Pollution Potential and the Use of Natural Resources (PPURN) and the Size of the Company (TAM) have a positive relationship and significant with the likelihood of the company publishing the sustainability report. In relation to multiple linear regression, the variables Capital Concentration (CC), Level of Governance (NG), PPURN and TAM showed a positive and significant relationship with the level of socio-environmental disclosure. Therefore, the result contributes to the literature, as it indicates that the adherence to the sustainability report is linked to the members that make up the board of directors, who have the power to make decisions. The levels of socio-environmental information disclosed in these documents are related to the level of governance, in a broader way, as well as to the concentration of capital. The size of the company and PPURN affect both the likelihood of adhering to the sustainability report and the amount of information disclosed. Thus, the study demonstrates that the disclosure of socio-environmental information can be seen from two perspectives: the first refers to the decision to adhere to the sustainability report, which is linked to the composition of the board of directors; the second is related to the content that is disclosed in this document, which is influenced by broader issues related to corporate governance, such as the level of listing on the stock exchange and the concentration of capital. Despite this differentiation, the size of the company and the activity performed is a common point, which influences both the decision to prepare the report and the content disclosed.

Keywords: Disclosure; Corporate governance; Sustainability report.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Esquema de pesquisa	17
Figura 2: Dez fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa.	28
Figura 3: Síntese comparativa dos modelos de governança corporativa.	29
Figura 4: Segmentos de listagem da B3	32
Figura 5: Número de empresas por segmento de Listagem.....	33
Figura 6: Características do modelo de governança praticado no Brasil	35
Figura 7: Evolução da adesão à publicação de relatórios de sustentabilidade.	44
Figura 8: Resumo das evidências empíricas sobre a relação entre governança corporativa e disclosure da RSC.....	52
Figura 9: Procedimentos metodológicos	60
Figura 10: Fonte de dados.	62
Figura 11: Número de empresas que divulgaram o relatório de sustentabilidade no período de 2013 a 2018.	64
Figura 12: Índice de Disclosure socioambiental (IDS)	67
Figura 13: Resumo das variáveis.....	75
Figura 14: Resumo dos procedimentos metodológicos do modelo logit.....	81
Figura 15: Testes para escolha do modelo mais adequado.....	83
Figura 16: Gráfico de adesão ao comitê de auditoria	87
Figura 17: Concentração de capital ao longo do período analisado	88
Figura 18: Rentabilidade do ativo de 2013 a 2018.....	89
Figura 19: Alavancagem de 2013 a 2018.	89
Figura 20: Tamanho das empresas de 2013 a 2018.....	89
Figura 21: Adesão ao comitê de auditoria por segmento de listagem	92
Figura 22: Rentabilidade das empresas por segmento de listagem.	94
Figura 23: Alavancagem das empresas por segmento de listagem	95
Figura 24: Proporção de empresas que possuem o relatório de sustentabilidade por segmento de listagem.....	98
Figura 25: Rentabilidade das empresas com e sem relatório de sustentabilidade	98
Figura 26: Alavancagem entre empresas com e sem Relatório de Sustentabilidade (RS)	99
Figura 27: Empresas componentes da amostra.....	147
Figura 28: Atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos ambientais.	154

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Amostra – 2013 a 2018.....	63
Tabela 2: Composição da amostra – Setor e Nível de Governança.....	64
Tabela 3: Parâmetros de consistência interna do índice	69
Tabela 4: Tratamento de outliers por meio da winsorização de variáveis.	76
Tabela 5: Escala de Friel - KMO.....	78
Tabela 6: Parâmetros para correlação de Pearson.	79
Tabela 7: Relatórios de sustentabilidade analisados.....	85
Tabela 8: Formato dos relatórios de sustentabilidade	85
Tabela 9: Análise descritiva das variáveis explicativas.....	86
Tabela 10: Teste de normalidade Doornik-Hansem	90
Tabela 11: Diferença de média das variáveis explicativas por segmento de Listagem.....	91
Tabela 12: Diferença de Médias das variáveis de controle por segmento de Listagem.....	93
Tabela 13: Diferença de média entre empresa com e sem Relatório de Sustentabilidade (RS).	96
Tabela 14: Alpha de Cronbach	100
Tabela 15: Teste de normalidade Doornik-Hansen para o IDS.....	100
Tabela 16: Testes de diferença de média Kruskal-Wallis dos dados do IDS	101
Tabela 17: Média de divulgação dos itens ambientais e sociais.....	103
Tabela 18: Testes de adequabilidade dos dados a análise fatorial.....	104
Tabela 19: Fatores sociais.....	106
Tabela 20: Fatores ambientais	109
Tabela 21: Matriz de correlações de Pearson dos dados da regressão logística.....	111
Tabela 22: Modelos de regressão logística - pooled, efeito fixo e aleatório.	112
Tabela 23: Matriz de correlações de Pearson dos dados da regressão linear múltipla.....	115
Tabela 24: Modelos de regressão linear múltipla Pooled, efeito fixo, efeito aleatório e MQG	116
Tabela 25: percentual de divulgação dos itens do IDS.....	152

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas.
AA	<i>AccountAbility</i> .
AIC	<i>Akaike information criterion</i>
ALAV	Alavancagem
AUDIT	Comitê de Auditoria
BACEN	Banco Central do Brasil.
BACON	<i>Blocked Adaptive Computationally Efficient Outlier Nominators</i> .
B3	Brasil, Bolsa, Balcão.
BAPEPAM-LK	<i>Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan</i>
BIC	<i>Bayesian information criterion</i>
BRICs	Brasil, Rússia, Índia e China.
CC	Concentração de Capital
CCG	Conselho de Cooperação do Golfo.
CDP	<i>Carbon Disclosure Project</i> .
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> .
CER	Certificado de Emissão Reduzida
CFG	Crise Financeira Global.
CIPA	Comissão Interna de Prevenção de Acidentes
CLSA	<i>Credit Lyonnais Securities Asia</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
EUA	Estados Unidos da América.
FF	<i>Free-float</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i> .
GSSB	<i>Global Sustainability Standards Board</i> .
IBASE	Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas.
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
IBRX 100	Índice Brasil 100.
IC	Independência do Conselho
ICO2	Índice Carbono Eficiente
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano.
IDS	Índice de Divulgação Socioambiental.
IIRC	<i>International Integrated Reporting Council</i> .
INPE	Instituto Nacional de Pesquisas Espaciais
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial

ISO	<i>International Organization for Standardization.</i>
KLD	<i>Kinder, Lydenberg, Domini</i>
KMO	<i>Kayser Meyer Olkin</i>
LRtest	<i>Likelihood- ratio test</i>
MDL	Mecanismo de Desenvolvimento Limpo
ML	Multiplicador de Lagrange
MQG	Mínimos Quadrados Generalizados
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários.
NBC T	Normas Brasileiras de Contabilidade Técnicas
NBR	Normas Brasileiras.
NG	Nível de Governança
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável.
<i>OHSAS</i>	<i>Occupational Health and Safety Assessment Series</i>
ON	Ordinária.
ONGs	Organizações Não Governamentais
ONU	Organização das Nações Unidas.
PPURN	Potencial de Poluição e Utilização de Recursos Naturais.
PN	Preferencial.
PNUMA	Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente.
RESET	<i>Regression Specification Error Test.</i>
ROA	<i>Rentabilidade do Ativo</i>
ROC	<i>Receiver Operating Characteristic</i>
RSC	Responsabilidade Social Corporativa.
ROE	Rentabilidade do Patrimônio Líquido
RS	Relatório de Sustentabilidade
S.A.	Sociedades Anônimas.
SA	<i>Social Accountability.</i>
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission.</i>
<i>SECP</i>	<i>Securities and Exchange Commission do Paquistão.</i>
SGRS	Sistema de Gestão da Responsabilidade Social.
SOX	<i>Lei Sarbanes-Oxley.</i>
TBL	<i>Triple Bottom Line.</i>
TAM	Tamanho da Firma
TCA	Tamanho do Conselho de Administração.
VIF	<i>Variance Inflation Factor.</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
1.1. Contextualização	11
1.2. Objetivos.....	15
1.2.1. Objetivo Geral	15
1.2.2. Objetivos Específicos	15
1.2.3. Roteiro de Pesquisa	16
1.3. Justificativa.....	18
1.4. Estrutura da Dissertação	20
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	21
2.1. Teoria da Legitimidade.....	21
2.2. Governança Corporativa – Contexto Geral	24
2.2.1. Governança Corporativa no Contexto Brasileiro	30
2.3. Responsabilidade Social Corporativa (RSC).....	36
2.3.1. Relação entre Governança Corporativa e Responsabilidade Social	38
2.3.2. <i>Disclosure</i> Socioambiental.....	41
2.4. Estudos Empíricos sobre Responsabilidade social e Governança Corporativa.....	45
2.4.1. Estudos Internacionais.....	45
2.4.2. Estudos Nacionais	50
2.4.3. Resumo dos estudos anteriores.....	51
3. METODOLOGIA.....	58
3.1. Caracterização da pesquisa.....	61
3.2. Fonte de Dados	61
3.3. Variáveis.....	65
3.3.1. Variáveis Dependentes	65
3.3.2. Variáveis Independentes.....	69
3.3.3. Variáveis de Controle	73
3.4. Estatística descritiva	76
3.5. Modelos Econométricos	77
3.5.1. Análise Fatorial	77
3.5.2. Matriz de Correlação de <i>Pearson</i>	79
3.5.3. Análise de Regressão Com Dados em painel	79

4.1. Estatística descritiva	84
4.1.1. Relatórios de Sustentabilidade Analisados.....	84
4.1.2. Análise descritiva das Variáveis explicativas.....	86
4.1.3. Análise descritiva do Índice de Divulgação Socioambiental (IDS)	100
4.2. Análise Fatorial do Índice de Divulgação Socioambiental (IDS)	104
4.2.1. Fatores Sociais.....	105
4.2.2. Fatores Ambientais	108
4.3. Modelo de Regressão Logística.....	111
4.4. Análise de regressão Linear Múltipla.....	115
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	120
REFERÊNCIAS	124
APÊNDICE A – Empresas que compõem a amostra da pesquisa.....	147
APÊNDICE B – Percentual de Divulgação pelas empresas da B3 dos itens do IDS.....	152
ANEXO A - Atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos ambientais – Lei 10.165, de 27 de dezembro de 2000.....	154

1. INTRODUÇÃO

A introdução deste estudo contém a contextualização sobre o tema desenvolvido. Além disso, explicita o problema de pesquisa, evidencia o objetivo geral e os objetivos específicos, bem como a justificativa e os motivos que nortearam esta dissertação.

1.1. Contextualização

As instituições sociais, tais como os sistemas jurídicos ou sistemas políticos, moldam a dinâmica das organizações econômicas e geram consequências para o crescimento econômico, para a inovação, para o emprego e para a diversidade (Morgan, Campbell, Crouch, Pedersen, & Whitley, 2010). Diante disso, as instituições são afetadas pelo ambiente na qual estão inseridas e por outras organizações e, além disso, as instituições podem alterar ou até mesmo criar seus próprios ambientes (Barley, 2007). Dessa forma, para teoria da legitimidade, as atividades de uma organização estão limitadas ao que é aceito pela sociedade (Gray, Owen, & Adams, 1996).

Assim, a organização ganha o apoio dos *stakeholders* e continua existindo na medida em que suas atividades tragam benefícios, ou, pelo menos, não sejam prejudiciais à sociedade (Gray et al., 1996). De acordo com a teoria da legitimidade, as organizações buscam continuamente garantir que sejam percebidas como operando dentro dos limites e normas de suas respectivas sociedades, isto é, elas tentam garantir que suas atividades sejam percebidas por terceiros como sendo legítimas (Gray et al., 1996).

Portanto, a alta administração de uma organização é responsável por reconhecer a legitimidade, realizar as práticas sociais necessárias e divulgá-las de acordo com os interesses dos *stakeholders* (Khan, Muttakin, & Siddiqui, 2013). Assim, a governança corporativa, em particular a estrutura de governança interna (como propriedade e composição do conselho) provavelmente desempenhará um papel vital na redução da ameaça à legitimidade por meio de divulgações da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (Khan et al., 2013).

De acordo com Sethi (1979), se existir uma disparidade real ou potencial entre valores organizacionais e sociais, a legitimidade organizacional estará comprometida. Dessa forma, a divulgação de informações de RSC pode ser empregada por uma organização como forma de mitigar a ameaça de perda de legitimidade (Chen, Patten & Roberts, 2008; Deegan, Rankin & Tobin, 2002).

Diante disso, a RSC pode ser definida como às obrigações dos empresários de buscar políticas, tomar decisões ou seguir linhas de ação que são desejáveis em termos dos objetivos e valores da sociedade (Bowen, 2013). Para Davis (1960), a RSC deve ser vista sob um contexto gerencial, pois decisões empresariais socialmente responsáveis podem ter, a longo prazo, uma boa chance de trazer ganho econômico para a empresa. Assim, Davis (1960, p. 71) estabeleceu a Lei de Ferro da RSC, que afirma que “as responsabilidades sociais dos empresários precisam ser proporcionais ao seu poder social”.

A divulgação de informações relacionadas à sustentabilidade pode ser um instrumento para gerar impressões favoráveis e preservar, assim, a legitimidade organizacional (Brown & Deegan, 1998; Hooghiemstra, 2000; Deegan, 2002; Deegan et al., 2002; O'Donovan, 2002; Bansal & Clelland, 2004; Bebbington, Larrinaga, & Moneva, 2008). Dessa forma, de acordo com Gray, Kouhy e Lavers (1995), o *disclosure* voluntário não é utilizado apenas para gerar informações aos participantes do mercado de capitais, mas também para gerenciar impressões a respeito da organização.

A divulgação de informações socioambientais torna-se mais necessária quando a empresa realiza atividades de maiores impactos ambientais, como as atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos naturais (PPURN) elencadas na Lei 10.165/2000. Pois de acordo com Liu e Zhang (2017), empresas com maiores impactos ambientais sofrem maiores pressões dos *stakeholders* e possuem maiores chances de serem vistas como não legítimas. Portanto, o objetivo da divulgação é ajudar as empresas a enfrentarem as pressões sociais e políticas exercidas por *stakeholders* não mercantis, como Organizações Não Governamentais (ONGs), formuladores de políticas públicas ou a mídia (Gray et al., 1995).

Assim, o *disclosure* socioambiental é definido por Berthelot, Cormier e Maignan (2003) como informações referentes ao passado, presente e futuro do desempenho, da gestão e das implicações financeiras das ações e decisões socioambientais da companhia. Dentre os motivos para o *disclosure* voluntário de informações socioambientais destacam-se os impactos positivos nos mercados de capitais, tais como nos preços das ações e no retorno, o que seria útil para o aprimoramento da gestão da legitimidade corporativa (Mathews, 1995). Além disso, empresas que divulgam voluntariamente suas informações sobre responsabilidade social reconhecem suas obrigações morais para com a sociedade. Cho e Patten (2007) concluíram que a divulgação ambiental é uma ferramenta para obter legitimidade. Para Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2011), os objetivos fundamentais da

divulgação de informações a respeito da responsabilidade social são aumentar a capacidade competitiva e o valor da empresa.

Dessa forma, para Mitchell, Agle e Wood (1997) há uma interação entre a governança corporativa e a RSC, pois ambos os mecanismos possuem características econômicas e legais. Apesar da RSC operar de forma mais livre, muitas vezes voluntária, e a governança corporativa possuir uma estrutura mais bem definida e regulada, ambas poderiam ser utilizadas para alcançarem objetivos semelhantes (Mitchell, Agle, & Wood, 1997). A concepção mais ampla da governança corporativa implica que a empresa respeite e seja responsável perante as partes interessadas (Dunlop, 1998; Kendall, 1999). Da mesma forma, Freeman (2010) destaca a abordagem da RSC sob a óptica da teoria dos *stakeholders*. Para o autor as empresas são uma rede complexa de relacionamento com as partes interessadas e possuem responsabilidade perante os diferentes grupos de *stakeholders*.

De forma mais estrita, a governança corporativa deve garantir à responsabilidade, à conformidade e à transparência das instituições (Keasey, Thompson, & Wright, 1997; MacMillan, Money, Downing, & Hillenbrand, 2004). Em contrapartida, a dimensão interna da RSC destaca que as empresas devem ter o devido cuidado com os *stakeholders*, abordando questões como educação, segurança, condições de trabalho, direitos humanos, igualdade de oportunidades, direitos trabalhistas, dentre outros (Grosser & Moon, 2005; Jones, Comfort, & Hillier, 2005).

Assim, a governança corporativa está relacionada às regras para tomada de decisões e aos mecanismos internos das empresas para seguir estas regras. Dessa forma, a governança é constituída por um conjunto de costumes, políticas, leis e instituições que afetam a maneira como uma empresa é dirigida, administrada ou controlada (Armstrong, Guay & Weber, 2010). Porém, após escândalos corporativos, como o caso Enron em 2001, e o aumento da preocupação da sociedade com os impactos negativos no meio ambiente das atividades empresariais, a governança corporativa passou a abordar temas como ética corporativa, prestação de contas, divulgação e relatórios, tais como o da administração, o de sustentabilidade dentre outros (Rahim & Alam, 2014). Portanto, à medida que as empresas buscam garantir aos reguladores e aos investidores que são transparentes e responsáveis, passam a se comprometerem, cada vez mais, com as boas práticas de governança corporativa (Lerach, 2002; Seligman, 2002).

Para Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) e Haniffa e Cooke (2005), a divulgação da RSC pode ser influenciada pelas escolhas, motivos e valores daqueles que estão envolvidos na formulação e tomada de decisão nas organizações. Assim, a RSC une-se aos

esforços dos órgãos regulatórios para tornar as empresas mais próximas das necessidades públicas, ambientais e sociais, utilizando a estrutura da governança corporativa para alinhar a relação entre a empresa e funcionários, consumidores e comunidades (McBarnet, Voiculescu, & Campbell, 2007; Vogel, 2007).

A governança corporativa cria mecanismos para promover a RSC e engajar os *stakeholders*. Esses mecanismos incluem comitês de RSC, códigos de ética e de conduta, relatórios não financeiros, canais de reclamação e diálogo com as partes interessadas. Esses dispositivos de governança podem ser denominados de autorregulação corporativa (Parker, 2002; Gunningham & Rees, 1997). Dessa forma, investidores, reguladores e ONGs trabalham para tornar a autorregulação aplicável e eficaz, e, além disso, ajudam a monitorar a incorporação de melhores práticas de RSC na governança corporativa (Rahim & Alam, 2014).

A cultura do país pode influenciar os mecanismos de governança corporativa e, conseqüentemente, o *disclosure* socioambiental (Mohamed, Hay, & Staden, 2018). Diante disso, as empresas de cada país possuem características de governança corporativa diferentes. Assim, sistemas de governança mais focados nos acionistas, como o anglo-saxão (Estado Unidos da América [EUA] e Reino Unido) apresentam uma estrutura de propriedade dispersa, acionistas pulverizados, mercado acionário como fonte de financiamento e conselho de administração mais independente (Ahmad & Omar, 2016). Essas características mais voltadas para os acionistas favorecem a divulgação de informações socioambientais, pois há uma maior preocupação com a reputação da entidade, visto que há uma maior captação de recursos via emissão de ações (Hansmann & Kraakman, 2001; Bainbridge, 2003; Hill, 2005; Williams & Conley, 2005).

Em contra partida, sistemas de governança corporativa mais voltados para uma gama maior de *stakeholder*, como o da Europa Continental, são caracterizados por uma estrutura marcada pela concentração de capital; baixa emissão de ações com direito a voto (ordinárias); empresas com controle familiar; presença de acionistas minoritários pouco ativos e poucos membros independentes no conselho de administração (Andrade & Rossetti, 2012). Essas características exigem uma perspectiva mais abrangente em relação a questões socioambientais e de como administrar a empresa, pois além de estar em processo de adesão às boas práticas de governança, precisa ainda lidar com pressões dos *stakeholders* sobre questões de RSC (Clarkson, 1995; Donaldson & Preston, 1995; Aguilera & Jackson, 2003; Freeman, 2010; Cappelli, Singh, Singh, & Useem, 2010).

Assim, considerando que o sistema de governança pode ser mais orientado para o acionista ou mais voltado para um grupo maior de partes interessadas, isso terá implicações na relação das empresas como o *disclosure* de RSC (Gill, 2008; Ioannou & Serafeim, 2012; Graaf & Stoelhorst, 2013). O Brasil aproxima-se do sistema de governança da Europa continental, que se desenvolveu em países com um passado social-democrata, com legislações que buscam a proteção da mão de obra e a promoção de benefícios previdenciários (Roe, 2000). Diante disso, há maior pressão dos *stakeholders* para que a instituição salvasse interesses legítimos da sociedade e não apenas os dos acionistas, como ocorre no modelo anglo-saxão (Maassen, 1999).

Dessa forma, de acordo com Jamali, Safieddine e Rabbath (2008), a governança corporativa e a RSC estão intimamente relacionadas, pois refletem o compromisso de uma organização com seus *stakeholders*, bem como suas interações com a comunidade em geral. Diante disso, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: **Quais as características de governança corporativa, das empresas listadas na B3, influenciam no *disclosure* das informações socioambientais?**

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo Geral

A pesquisa tem como objetivo geral verificar quais características de governança corporativa, das empresas listadas na B3, influenciam no *disclosure* de informações socioambientais, no período de 2013 a 2018.

1.2.2. Objetivos Específicos

Definido o objetivo geral deste estudo, apresentam-se os seguintes objetivos específicos:

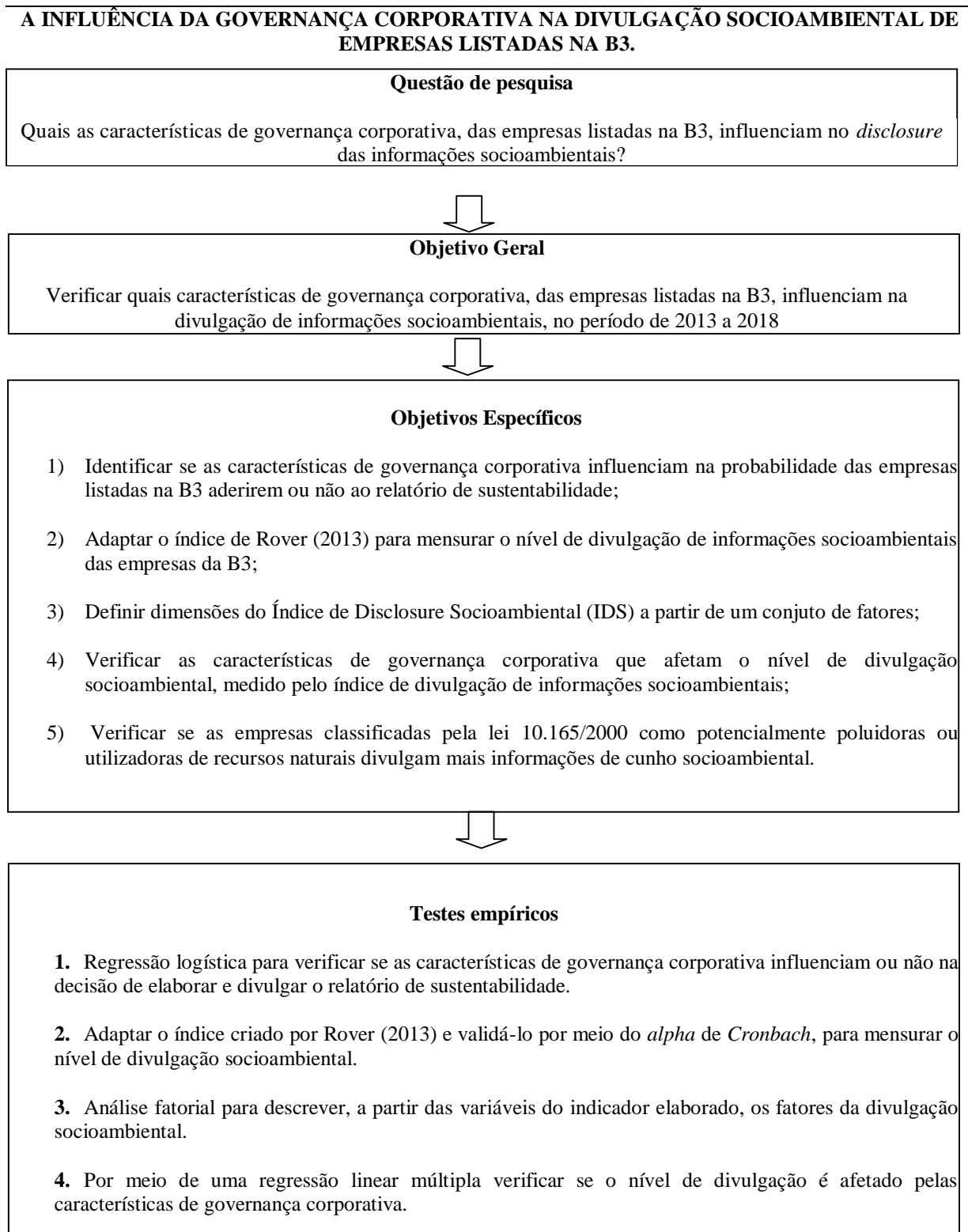
- 1) Identificar se as características de governança corporativa influenciam na probabilidade das empresas listadas na B3 aderirem ou não ao relatório de sustentabilidade;
- 2) Adaptar o índice de Rover (2013) para mensurar o nível de divulgação de informações socioambientais das empresas da B3;

- 3) Definir as dimensões do Índice de *Disclosure* Socioambiental (IDS) a partir de um conjunto de fatores;
- 4) Verificar as características de governança corporativa que afetam o nível de divulgação socioambiental, medido pelo índice de divulgação de informações socioambientais;
- 5) Verificar se as empresas classificadas pela lei 10.165/2000 como Potencialmente Poluidoras ou Utilizadoras de Recursos Naturais (PPURN) divulgam mais informações de cunho socioambiental.

1.2.3. Roteiro de Pesquisa

A pesquisa científica deve seguir um conjunto de processos metódicos a fim de alcançar seus objetivos. Dessa forma, a Figura 1 traz o roteiro da pesquisa desde a questão a ser respondida até os testes empíricos utilizados.

Figura 1: Esquema de pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora.

1.3. Justificativa

A RSC e a governança corporativa desenvolveram-se de forma separada no decorrer do século XX (Carroll, 2015). Porém, a literatura aponta um elo entre as duas temáticas, pois a RSC tem sido utilizada para amenizar as falhas de governança e melhorar a reputação da organização (Gettler, 2008; Tudway, 2008). O risco e as falhas são inerentes à atividade humana, dessa forma, as organizações devem buscar meios de prevenção e recuperação daquilo que foi danificado.

A discussão sobre RSC intensifica-se em meados do século XX, período pós-segunda guerra mundial (Carroll, 2015) e marcado por acidentes como: o de Minamata, em 1956, no Japão, em que moradores começaram a ter convulsões e a nascer com deformações devido o mercúrio que a eletroquímica Chisso despejava nas águas desde a década de 1930 (Hogan, 1989). Em 1957, o sistema de resfriamento de um dos reatores da usina nuclear de Mayak falhou, causando uma explosão que espalhou uma nuvem de radiação pela região (Greenpeace, 2007). Posteriormente, em 1986 houve um dos maiores acidentes nucleares da história, a explosão de Chernobyl, na Ucrânia (Steinhauser, Brandl, & Johnson, 2014).

No Brasil, o histórico de tragédias ambientais não é diferente. Em 1987, o descarte indevido de um aparelho de radioterapia, posteriormente encontrado por um dono de ferrovilha em Goiânia, levou a óbito cerca de 500 pessoas (Okuno, 2013). Em 2000, a Baía de Guanabara foi poluída por milhões de litros de óleo decorrente de um vazamento da Petrobrás (Acselrad, & Mello, 2002). Minas Gerais, devido à atividade intensa de mineração, sofreu os impactos dos rompimentos das barragens de Mariana (2015) e Brumadinho (2019) (Sedru, 2016; Laurino, Preto, & Junior, 2020).

A má governança, que, em geral, associa-se a escândalos e fraudes, pode afetar também outras esferas da empresa, como a socioambiental. Exemplo disso é o caso Enron em 2001, a companhia de energia americana foi acusada de diversas fraudes contábeis e fiscais. A Worldcom, empresa de telecomunicações do EUA, em 2002, também esteve envolvida em fraudes e foi acusada de inflar os lucros dando prejuízo a diversos investidores (Sahut, Peris, & Teulon, 2019). Outra empresa que utilizou das más práticas para melhorar os resultados foi a Volkswagen em 2015, além fraudar os dados de emissões de poluentes de seus veículos a diesel (Oliveira, 2017). No Brasil, em 2014, houve os escândalos envolvendo a Petrobras em esquemas de corrupção e o caso da OGX, de Eike Batista (Assi, 2019).

Diante desses casos relacionados à má governança ou a tragédias ambientais, justificam-se estudos relacionados a essa temática. Afinal, o não desenvolvimento dessas

áreas pode gerar falta de credibilidade no mercado, prejuízos financeiros, danos ambientais e sociais. Uma governança bem estruturada mitiga os problemas de agência e, assim, consegue tomar melhores decisões gerenciais. Além disso, a organização passa a contar com sistemas de auditorias interna e externa para garantir que os dados e procedimentos adotados estão de acordo com o esperado pelas normas contábeis (Adams, Hill, & Roberts, 1998; Neu, Warsame & Pedwell, 1998; Haniffa & Cooke, 2005; Villier & Van Staden, 2006).

A divulgação de informações é uma forma de apontar para o mercado a posição financeira, econômica e administrativa das companhias, e assim reduzir a assimetria informacional. Neste contexto, o *disclosure* auxilia a comunicação dos gestores com os acionistas e demais partes interessadas, além de tornar a organização mais transparente e permitir a prestação de contas (Gray & Bebbington, 2001). Portanto, torna-se interessante não apenas a divulgação de informações de cunho financeiro, mas também relacionadas à RSC, devido à melhora da reputação da entidade no mercado gerando, assim, mais credibilidade (Gray et al., 1996).

A pesquisa contribui com o mercado, pois visa verificar se as características de governança corporativa, das empresas da B3, contribuem com a prestação de contas e divulgação dos aspectos socioambientais. Dessa forma, os investidores têm a possibilidade de conhecer os impactos gerados pela atividade da empresa e como ela busca amenizar ou reparar esses dados. Diante disso, a pesquisa busca mostrar a extensão da divulgação de informações socioambientais, dado o modelo de governança corporativa brasileiro. Assim, o *disclosure* socioambiental foi analisado de forma ampla, levando em consideração os aspectos de governança relacionados à decisão de aderir ao relatório de sustentabilidade e ao nível de divulgação.

A sociedade é diretamente impactada pelas atividades das organizações, seja pela utilização dos recursos naturais, seja pelos empregos e rendas geradas nas localidades nas quais se encontram. Diante disso, torna-se necessário averiguar a transparência das empresas em relação aos aspectos econômicos, sociais e ambientais, para que a sociedade possa cobrar maiores esclarecimentos da administração das entidades ou mesmo saber quais riscos e benefícios têm sido gerados. Assim, o estudo busca identificar as características da gestão das corporações que podem influenciar na decisão de divulgação de informações socioambientais.

De acordo com a literatura, países emergentes tendem a ter um perfil de governança corporativa menos voltada para as partes externas (Uddin & Choudhury, 2008). Assim, o estudo contribui com a literatura, pois a relação entre o *disclosure* e a governança já foi investigada em países como Bangladesh, Coreia do Sul, Malásia, Arábia Saudita, China,

Índia, EUA dentre outros. Dessa forma, esta pesquisa busca averiguar como a governança corporativa das empresas brasileira lida com o *disclosure* de informações de RSC, e, assim, verificar se o resultado é semelhante aos encontrados em estudos feitos em países desenvolvidos ou em países emergentes.

1.4. Estrutura da Dissertação

Esta pesquisa está estruturada em cinco partes. A primeira parte é constituída pela introdução que contém a contextualização do tema, a questão de pesquisa, os objetivos e a justificativa do trabalho.

A segunda parte contém o referencial teórico que apresenta a teoria da legitimidade e contextualiza a governança corporativa em âmbito internacional e nacional. Além disso, aborda a literatura referente à RSC, traz informações sobre o *disclosure* socioambiental e aponta a relação entre RSC e governança corporativa. Por fim, traz estudos anteriores relacionados à temática da pesquisa. Dessa forma, apresenta conceitos, definições e evidências empíricas a respeito da governança corporativa e RSC.

Na terceira parte apresenta-se a abordagem metodológica. Nela são relatados todos os procedimentos que foram aplicados no estudo. São evidenciados a caracterização da pesquisa e os métodos utilizados para atingir os objetivos da pesquisa.

Na quarta parte, o trabalho apresenta os principais resultados obtidos por meio dos métodos estatísticos empregados. Assim, os dados são trabalhados sob a perspectiva da estatística descritiva, análise fatorial, regressão logística e regressão linear.

Por fim, são apresentadas as principais conclusões da pesquisa. Nesta seção são destacadas as contribuições da pesquisa, bem como a limitação da pesquisa e sugestões para estudos futuros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico apresentará os principais aspectos relacionados à governança corporativa e RSC. De acordo com Verrecchia (2001, p. 1), não existe uma teoria unificada a respeito do *disclosure*, dessa forma, o estudo baseará na teoria da legitimidade para explicar a relação da divulgação de RSC e governança corporativa. Por fim, serão apresentados os estudos anteriores relacionados ao tema, incluindo os estudos de alcance nacional e internacional.

2.1. Teoria da Legitimidade

A teoria da legitimidade tem sido aplicada para explicar divulgações corporativas sobre desempenho ambiental ou investimentos de RSC em geral (Gray, Kouhy, & Lavers, 1995; Brown & Deegan, 1998; Patten, 2002). Suchman (1995, p. 574) define legitimidade como “uma percepção ou suposição generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições”. O conceito abstrato de sociedade é delineado com mais precisão pela definição de *stakeholders* de Freeman (2010, p. 26) como “grupos que podem afetar ou são afetados pela realização do propósito organizacional”.

Dessa forma, a ideia central da teoria da legitimidade é a de contrato social, o que implica que a existência de uma organização depende das fronteiras e normas da sociedade (Brown & Deegan, 1998; Hooghiemstra, 2000). O contrato social contém expectativas específicas da sociedade sobre o comportamento ótimo de uma organização (Sawyer, Johnson, & Holub, 2010). Na medida em que a organização sinaliza que atende aos requisitos da sociedade, ela pode lucrar com uma chamada licença para operar, que pode ser vista como garantia de sua existência continuada (Brown & Deegan, 1998; Cramer, 2002; Hansen & Schrader, 2005; Reverte, 2009).

Assim, seguindo essa lógica de contrato social, a teoria da legitimidade baseia-se na teoria institucional (DiMaggio & Powell, 1983). Pois, segundo a teoria institucional as organizações mudam suas estruturas para se adequarem às expectativas externa sobre quais estruturas ou operações são aceitáveis. Portanto, caso a maioria das empresas de um setor adote medidas de governança corporativa, pode haver pressão institucional para que essas medidas também sejam adotadas por aquelas empresas que ainda estão omissas (DiMaggio & Powell, 1983). Ou seja, haverá um movimento no sentido de conformidade com as outras

organizações que já estão legitimadas (Deegan, 2002). Caso o processo que leva a congruência das instituições, denominado de isomorfismo, fracasse, haverá implicações diretas na sobrevivência de uma entidade (DiMaggio & Powell, 1983, p. 149).

O isomorfismo, de acordo com Hawley (1968), é um processo que faz integrantes de uma mesma população se assemelhar a outros integrantes que enfrentam o mesmo conjunto de condições ambientais. Assim, “... as características organizacionais são modificadas na direção de uma compatibilidade crescente com as características do ambiente; o número de organizações em uma população é função da capacidade de sustentação do ambiente; e a diversidade de configurações organizacionais é isomórfica à diversidade ambiental” (DiMaggio & Powell, 1983, p. 149).

Nesse sentido, o contrato social pode exigir procedimentos corporativos que impeçam a má conduta corporativa, como escândalos contábeis ou poluição ambiental. Como os escândalos corporativos muitas vezes resultam do fato da administração não estar ciente da má conduta, a sociedade pode exigir uma iniciativa da organização para mostrar que mudou suas ações e desempenho a esse respeito (Deegan & Unerman, 2011). Os termos do contrato social podem incluir mecanismos que evitem escândalos corporativos e as perdas financeiras relacionadas aos investidores (Pittroff, 2014). Se uma organização rompe o contrato social e age contra as normas sociais, surge uma lacuna de legitimidade que pode levar a enormes danos à reputação. A extensão do dano depende da gravidade da lacuna de legitimidade (Lindblom, 1994; Brown & Deegan, 1998; Deegan & Unerman, 2011).

Assim, a teoria da legitimidade contribui para a compreensão dos motivos e dos incentivos que levam os gestores das empresas a participarem das atividades de divulgação social e ambiental (Patten, 1991, 1992; Deegan & Rankin, 1996; Buhr, 1998; Brown & Deegan, 1998; O'Donovan, 2002; Deegan, 2002; Cho & Patten, 2007). Se a legitimidade de uma empresa está ameaçada porque as partes interessadas percebem seu desempenho como não sustentável, a sobrevivência da empresa, em longo prazo, está em risco (Davis, 1973). Tais efeitos negativos podem se originar de uma má imagem, insatisfação do cliente, problemas de contratação, litígio e regulamentação mais rígida, entre outras causas (Wood, 1991; Ameer & Othman, 2012).

Dessa forma, a teoria da legitimidade sugere que empresas malsucedidas usam a divulgação de sustentabilidade como uma tática de legitimação para influenciar as percepções do público em relação ao seu desempenho de sustentabilidade (Sethi, 1978; Deegan, 2002, O'Donovan, 2002). Assim, as empresas que apresentam desempenho fraco preferem

informações de baixa qualidade, tais como superficiais, incompletas, não facilmente sujeitas a comparação ou ambíguas, para obscurecer seu estado verdadeiro e, ao mesmo tempo, manter a legitimidade criando uma imagem adequada de sustentabilidade (Hummel & Schlick, 2016).

A teoria da legitimidade argumenta que as empresas empregam a divulgação da sustentabilidade para melhorar a percepção pública de seu desempenho em sustentabilidade (Deegan, 2002). No entanto, contrapondo-se a essa ideia, a teoria da divulgação voluntária de Dye (2001) prevê que uma empresa com bom desempenho é incentivada a divulgar informações de cunho voluntário para aumentar seu valor de mercado. Para a teoria da divulgação voluntária, empresas com uma divulgação ambiental superior geram um padrão de objetivos de desempenho ambiental difíceis de serem alcançados por empresas inferiores. Assim, estas empresas que não tem um padrão de divulgação ambiental bem desenvolvido tendem a divulgar menos ou serem omissas (Clarkson, Li, Richardson, & Vasvari, 2008). Os custos associados ao processo de divulgação sobre desempenho ambiental e a incerteza da empresa se ela é superior ou inferior é o que gera um equilíbrio na divulgação (Verrecchia, 1983; Dye, 1985).

Por outro lado, para a teoria da legitimidade há uma associação negativa entre o desempenho ambiental e o nível de divulgação voluntária (Patten, 2002). A divulgação socioambiental está relacionada a pressões sociais e políticas corporativas. Dessa forma, na medida em que o desempenho socioambiental é ruim, as pressões políticas, sociais e a ameaça à legitimidade são maiores, logo as instituições tendem a aumentar as divulgações voluntárias para tentar mudar as percepções das partes interessadas sobre seu desempenho (Clarkson et al., 2008).

Assim, a teoria da divulgação voluntária e a teoria da legitimidade produzem previsões opostas em relação ao desempenho de sustentabilidade e a divulgação de sustentabilidade (Al-Tuwaijri, Christensen & Hughes, 2004; Clarkson et al., 2008; Villiers & van Staden, 2006; Cho & Patten, 2007). No entanto, as duas teorias não são exclusivas e sim complementares. Conforme Clarkson et al. (2008), pode-se atribuir uma relação positiva entre o desempenho ambiental e a divulgação ambiental como evidência para a aplicação da teoria do *disclosure* voluntário, mas se utiliza à teoria da legitimidade para explicar padrões nos dados encontrados.

Portanto, para analisar a relação entre governança corporativa e *disclosure* socioambiental, no que tange ao padrão de dados encontrados utiliza-se a teoria da legitimidade. Pois, os membros da administração detêm o poder de decisão a respeito das

atividades de RSC, além disso, buscam meios para que suas instituições sejam vistas como legítimas e assim continuarem existindo (Clarkson et al., 2008). Logo, conforme Clarkson et al. (2008), os padrões internos de sustentabilidade ditam a divulgação de informações socioambientais, pois caso haja maior risco de perda de legitimidade a empresa tenderá a divulgar mais informações para melhorar sua reputação.

2.2. Governança Corporativa – Contexto Geral

Berle e Means (1987) aborda a ideia de separação entre propriedade e controle. Para os autores, à medida que o mercado acionário foi se desenvolvendo, e as ações se dispersando, a propriedade da riqueza e o controle da mesma deixaram de estar nas mesmas mãos. Dessa forma, surgiram as divergências de interesse entre propriedade e controle, pois o sistema acionário tende a desenvolver nas firmas três funções ocupadas por diferentes grupos de pessoas, que são: a de ter interesse na companhia, a de ter poder sobre a empresa e a de agir nela. Além disso, um mesmo indivíduo pode exercer uma ou mais dessas funções (Berle & Means, 1987).

Para Jensen e Meckling (1976), a Teoria da Firma, na verdade, é uma teoria de mercado na qual a firma é participante. Para os autores a firma é uma “caixa preta” manipulada para maximizar os lucros. Diante disso, surge a necessidade de uma teoria para explicar como os objetivos conflitantes dos participantes individuais conseguem gerar essa maximização de resultados.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976, p. 308) como um “contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal (is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente”. Dessa forma, caso ambas as partes sejam maximizadoras da utilidade, pode-se inferir que nem sempre o agente agirá de acordo como os interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976).

Sendo assim, uma forma de alinhar os interesses dos principais e dos agentes seria por meio da concessão de incentivos adequados ao agente por parte do principal. Diante disso, surgem os custos de agência, definidos por Jensen e Meckling (1976, p. 308) “como o somatório: (i) das despesas de monitoramento por parte do principal; (ii) das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; (iii) e do custo residual decorrentes de divergências nas decisões”.

Como forma de reduzir os problemas de agência decorrentes dessa separação de propriedade e controle, foram implementado nas instituições mecanismos de governança corporativa (Armstrong et al., 2010). Dessa forma, pode-se atribuir à governança corporativa uma diversidade de conceitos que estão relacionados aos direitos, poder, relações e normas. Como guardião de direitos, Monks e Minow (2004) dizem que a governança trata de um conjunto de leis e regulamentos que assegura direitos dos acionistas, disponibiliza informações e promove interação dos acionistas com a cúpula da empresa.

Como sistema de relações, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), é um conjunto de interações entre a direção da empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e suas partes interessadas. Como uma estrutura de poder, Hitt, Ireland e Hoskisson (2012) dizem que a governança surgiu da separação entre a propriedade e a gestão, dessa forma, sua estrutura deve maximizar o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. No seu enfoque normativo, a governança, de acordo com Mathiesen (2002), visa monitorar as corporações por meio de mecanismos normativos, tais como estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais.

A expressão governança corporativa foi empregada pela primeira vez nos EUA. Nas décadas posteriores a segunda Guerra Mundial, os EUA experimentaram um “boom econômico” e suas corporações cresceram rapidamente (Cheffins, 2013). Em meio à prosperidade corporativa, a governança interna das empresas não era uma prioridade e a expressão “governança corporativa” não estava em uso (Greenough & Clapman, 1980).

A *Securities and Exchange Commission* (SEC) trouxe a governança corporativa para a agenda oficial das companhias Norte Americanas em meados da década de 1970. Dessa forma, foi em 1976 que o termo governança corporativa apareceu pela primeira vez no jornal oficial dos EUA (*Federal Register*) (Ocasio & Joseph, 2005). Em 1980, o senador Howard Metzenbaum apresentou ao congresso a Lei de Proteção aos Acionistas, que prescrevia padrões mínimos de legislação corporativa para grandes empresas. Dessa forma, continha disposições que determinavam que os conselhos de administração deveriam ser formados em maioria por conselheiros independentes, exigia o estabelecimento de comitês de auditoria independente e dava aos acionistas o direito de indicar candidatos para a eleição do conselho de administração (Metzenbaum, 1980).

Durante as décadas de 1970 e 1980, a discussão sobre governança corporativa concentrou-se, basicamente, nas empresas Norte Americanas. Porém, no início dos anos 1990, a temática começou a se espalhar para outros países e, em 2003, houve uma intensificação de pesquisas sobre governança corporativa pelo mundo (Denis & McConnell,

2003). Dessa forma, a preocupação com a governança chegou ao Reino Unido, pois antes de 1990 não atraía muito a atenção do país. A discussão passou a ser maior após a Bolsa de Valores de Londres e o *Financial Reporting Council* (órgão que regulamenta as normas contábeis no Reino Unido) criarem um Comitê sobre os Aspectos Financeiros da Governança Corporativa, em 1991 (Cheffins, 2013).

O presidente do Comitê inglês, Sir Adrian Cadbury, reconheceu em seu discurso o relatório de 1992, denominado de Relatório Cadbury, que posteriormente alcançou notoriedade internacionalmente. O Comitê Cadbury colocou suas recomendações em um Código de Boas Práticas e solicitou que a Bolsa de Valores de Londres acrescentasse o Código como um apêndice às regras de listagem, obrigando, assim, as companhias listadas a cumprir as disposições do Código ou explicar por que elas não conseguiram fazê-lo (Cheffins, 1997).

Um relatório de 1998, elaborado por um grupo consultivo da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), foi o ponto de partida para a emissão de princípios de governança corporativa. Dentre os princípios deste documento estão: tratamento equitativo dos acionistas, transparência, responsabilidade do conselho de administração, direitos dos acionistas, entre outros. O documento dizia que as empresas que fortalecessem sua governança corporativa deveriam ter vantagens quando se tratasse de atrair capital para financiar o seu crescimento (Millstein, 1998).

Os anos 2000 foram marcados por um declínio no mercado acionário, devido a escândalos envolvendo as empresas Norte Americanas Enron e a WorldCom. Diante disso, foi editada a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), de 2002, que mudou o cenário das finanças corporativas, contabilidade e governança. A Lei foi aprovada para restringir a má conduta gerencial, a contabilidade fraudulenta e para assegurar o alinhamento entre os objetivos dos gerentes e dos acionistas (Nejadmalayeri, Nishikawa & Rao, 2013).

Na crise de 2008, a governança corporativa seria o termo que acadêmicos, formuladores de políticas públicas, investidores e executivos corporativos, em todo o mundo, utilizariam para analisar as questões de responsabilidade administrativa, estrutura do conselho e envolvimento de acionistas (Cheffins, 2013). Dessa forma, as falhas de governança corporativa e a imposição de códigos, bem como a regulamentação estabeleceram novos alicerces de governança no mundo (Ahmad & Omar, 2016). Porém, a evolução da governança corporativa não foi homogênea no mundo, formando-se assim diferentes modelos.

Cada país, ao longo do processo de adesão das práticas de governança corporativa, instituiu, internamente, seu modelo de governança de acordo com os seus fatores sociais, econômicos, corporativos e regulatórios (Ahmad & Omar, 2016). De maneira geral existem dois grandes modelos e os demais são derivados destes, que são: o da Europa continental e o Anglo-saxão. Os sistemas de governança de cada país, tais como Japão, Alemanha, França, China e Índia, são adaptações dos princípios básicos dos modelos da Europa continental e do anglo-saxão, de acordo com as necessidades nacionais, socioculturais e religiosas (Ahmad & Omar, 2016).

O modelo anglo-saxão é originário dos EUA e do Reino Unido. Este modelo tem como premissa básica maximizar a riqueza do acionista, pois eles são proprietários da corporação (Shleifer & Vishny, 1997). O conselho de administração, normalmente, é mais independente e o presidente do conselho não pode ser o diretor-presidente (Meier & Meier, 2014). Dessa forma, a propriedade é mais dispersa e com presença de acionistas institucionais, além disso, os membros independentes devem não se ater aos interesses de acionistas dominantes, e sim de todos os acionistas (La Porta, Lopez, & Shleifer, 1999; Coombs & Watson, 2001).

O modelo da Europa continental, ao contrário do anglo-saxão, adota uma perspectiva mais ampla e acredita que a instituição deve salvaguardar interesses legítimos e não apenas dos acionistas, ou seja, deve proteger diferentes grupos de *stakeholders*, tais como clientes, fornecedores, governo e a sociedade em geral (Maassen, 1999). Neste modelo, os bancos possuem proporções significativas das ações e consomem ter controle e poder de decisão na instituição (Cernat, 2004). O conselho de administração possui uma parcela independente que é responsável pela supervisão dos membros do conselho e monitoramento das decisões empresariais. Além disso, costumam ter a propriedade mais concentrada nas mãos dos administradores e membros dos conselhos (Bhasa, 2004; Hopt & Leyens, 2004).

Apesar de haver esses dois grandes modelos de governança corporativa, cada país desenvolve o seu inspirando-se em um ou na junção dos dois, e os adaptando de acordo com sua necessidade interna. Diante disso, as abordagens de Prowse (1996), La porta, Lopez e Shleifer (1999), Berglof (1990) e Franks e Mayer (1996) trazem fatores para diferenciação dos modelos de governança, conforme demonstrado na Figura 2.

Figura 2: Dez fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa.

Fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa	Anglo-saxão	Europa Continental
Fonte de Financiamento	Predominantemente do mercado de capitais (Equity)	Bancos (Debt)
Separação entre propriedade e controle	Dispersa, ou seja, fragmentada entre vários acionistas.	Concentrada em alguns acionistas.
Separação entre propriedade e gestão	Separada	Sobreposta
Tipos de conflitos de agência	Os conflitos podem ser entre acionistas e direção	Credores e acionistas e entre minoritários.
Proteção legal dos acionistas minoritários	Forte	Fraca
Composição e forma de atuação dos conselhos de administração	Foco em direitos.	Foco em operações, estratégia ou o conselho pode ser afetado pelo vínculo com a gestão.
Liquidez da participação acionária:	Alta	Baixa
Forças de controle mais atuantes	Controle externo exercido pelos órgãos reguladores.	Controle interno exercido por entidades ou pela própria gestão.
Estágio de adoção das práticas de governança	Consolidadas	Em adesão ou iniciante
Adoção das boas práticas de governança e conciliação dos objetivos dos <i>shareholders</i> com os do <i>stakeholder</i>.	Alta	Baixa ou em transição, há uma pressão por responsabilidade social corporativa.

Fonte: Andrade e Rossetti (2012).

A Figura 3 aborda os principais modelos de governança corporativa existentes no mundo e suas características. O modelo Anglo-saxão é composto pelos EUA, Reino Unido, Canadá e Austrália. O sistema japonês engloba a Ásia Emergente (Coreia do Sul, Índia, Taiwan, China, Cingapura, Malásia, Tailândia, Indonésia e Filipinas), no entanto, devido ao processo de colonização esses países também apresentam características que se aproximam do sistema ocidental. Com um sistema empresarial influenciado pelo misto de grandes empresas familiares e estatais o modelo Latino-Europeu é constituído pela França, Itália, Espanha e Portugal. Os principais países Latino-americanos são Brasil, Chile, Colômbia, Peru, Argentina e México.

Figura 3: Síntese comparativa dos modelos de governança corporativa.

CARACTERÍSTICAS DEFINIDORAS	MODELO ANGLO-SAXÃO	MODELO ALEMÃO	MODELO JAPONÊS	MODELO LATINO-EUROPEU	MODELO LATINO-AMERICANO
Financiamento Predominante	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Indefinida</i>	<i>Debt</i>
Propriedade e Controle	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar Concentrado
Propriedade e Gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de Agência	Acionistas – direção.	Credores - Acionistas	Credores - Acionistas	Majoritários-Minoritários	Majoritários-Minoritários
Proteção Legal a Minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de Administração	Atuantes, foco em direitos.	Atuantes, foco em operações.	Atuantes, foco em estratégias.	Pressões para maior eficácia.	Vínculo com a gestão.
Liquidez da Participação Acionária	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Baixa
Forças de Controle mais Atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas Migrando para externas	Internas
Governança Corporativa	Estabelecida	Adesão Crescente	Ênfase crescente	Ênfase alta	Embrionária
Abrangência dos Modelos de Governança	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: Andrade e Rossetti (2012).

A governança corporativa é refletida em vários mecanismos diferentes que possibilitam que a administração gerencie uma corporação em benefício de uma ou mais partes interessadas (Morck, 2002). Os Mecanismos de governança corporativa podem ser divididos em dois grupos básicos: internos e externos. Os mecanismos externos incluem: enquadramento legal, influência do mercado, concorrência e proteção dos direitos de propriedade dos minoritários. Os mecanismos internos mais frequentemente incluem: conselhos de administração, política de motivação de gestão, concentração de propriedade, relacionamento com as partes interessadas e transparência nas atuais operações financeiras e relatórios (Matić & Papac, 2014).

De acordo com Barbić, Čolaković, Parać e Šaban (2006), os mecanismos de governança são determinados pelo local de origem e pelo modo de implementar medidas corretivas. Os aspectos externos impactam na definição dos objetivos de uma corporação e na sua implementação. O sistema externo inclui o arcabouço legal, a influência do mercado (trabalho, capital e outros mercados), a concorrência, bem como a proteção dos direitos de propriedade dos minoritários. Os Mecanismos internos que são aplicados com mais frequência são: os conselhos de administração, a política de gestão, a concentração de

propriedade, o relacionamento com *stakeholders*, a transparência nas operações financeiras e a divulgação de relatórios financeiros ou não (Barbić, Čolaković, Parać, & Šaban, 2006).

Diante disso, levando em consideração os diferentes modelos e mecanismos de governança, a OCDE (2004) estabeleceu alguns princípios de governança corporativa para serem adotados por todas as instituições. Dessa forma, as empresas devem implementar um sistema de governança que siga os seguintes preceitos: boas práticas de governança; proteja os direitos dos *shareholders*; dê tratamento equânime a todos os acionistas; reconheça os direitos do *stakeholders*; seja transparente; tenha um conselho de administração que fiscalize e preste contas e tenha um posicionamento independente; que tenha um sistema de gestão de riscos; e monitore e avalie a governança.

2.2.1. Governança Corporativa no Contexto Brasileiro

No início da ditadura militar, em 1964, o mercado financeiro brasileiro era incipiente, pois não havia uma estrutura legal para regular as atividades desenvolvidas no mercado (Lima & Andrezo, 2007). A partir de 1964, iniciou-se uma série de reformas na economia nacional, dentre as quais estava à reestruturação do mercado financeiro. Novas leis foram editadas, tais como: (a) a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária; (b) a Lei nº 4.595/64, denominada de lei da reforma bancária, que criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central; e (c) a Lei nº 4.728, de abril de 1965, a primeira lei de Mercado de Capitais, que disciplinou e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

Os incentivos fiscais do governo, somados à nova legislação, desencadearam um crescimento do mercado acionário em 1971. No entanto, devido à fragilidade das companhias e à falta de compromisso com os acionistas, geraram prejuízos e prejudicaram a reputação do mercado brasileiro (Lima & Andrezo, 2007). Foi neste contexto de estagnação e tentativas de recuperação que, em 1976, surgiram duas novas leis, que estão em vigor até os dias atuais. A primeira delas foi a Lei nº 6.404/76, nova lei das sociedades anônimas, que visou modernizar as regras das sociedades por ações; a outra foi a Lei nº 6.385/76, que criou a CVM que tem como principais atribuições regular, desenvolver e fiscalizar o mercado de capitais (CVM, 2014; Vieira & Mendes, 2004).

Além da regulamentação do mercado de capitais brasileiros, para melhora-lo e torna-lo mais atrativo para os investidores, houve também a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995 (Bertucci, Bernardes, & Brandão, 2006). Assim, em 1999, foi publicado o primeiro Código de Boas Práticas de governança corporativa,

posteriormente, em 2002, a CVM criou a cartilha com recomendações de boas práticas de governança corporativa (Rossoni & Machado, 2010).

Contudo, nos anos 2000, o Brasil ainda possuía uma governança corporativa relativamente fraca (Black, Carvalho, & Sampaio, 2014). Diante disso, como forma de melhorar o volume de negociação na bolsa de valores, foi instituído o segmentos de listagem Novo Mercado, Nível 1 e 2. Pois, acreditava-se que a baixa negociação era decorrentes da falta de proteção do acionista minoritário, do baixo número de membros independentes, muitas ações sem direito a voto e do baixo nível de divulgação/ transparência (Black et al., 2014).

Assim, atualmente, a B3 possui diversos segmentos de listagem, que trazem diferentes regras de governança corporativa, que são: o Tradicional, o Bovespa Mais, o Bovespa Mais 2, o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2. A Figura 4 traz as principais diferenças entre esses segmentos de listagem, sendo que, com exceção do Tradicional, todos os demais seguem regras diferenciadas de governança corporativa.

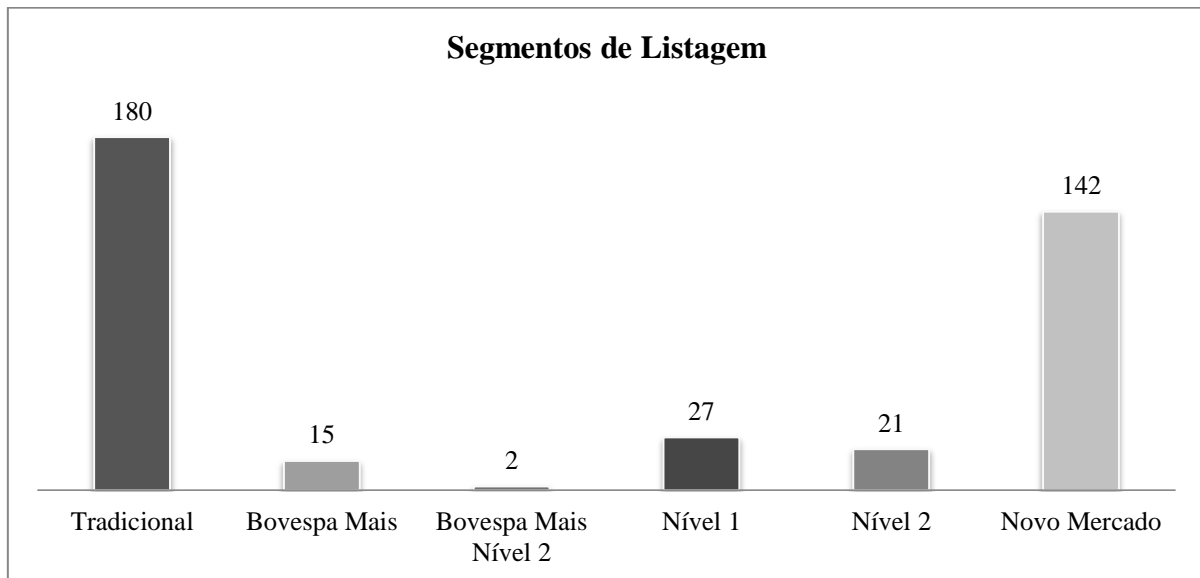
Figura 4: Segmentos de listagem da B3

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Capital social	Ações ON	Ações ON e PN	Ações ON	Ações ON	Ações ON e PN	Ações ON e PN	Ações ON e PN
<i>free float</i>	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25%	25% ou 15%	25%	25%	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos, 2 ou 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros.
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa	Não há regra específica
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria.	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna.	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória à implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos.	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: Adaptado de B3 (2019b).

Essa diversificação foi criada para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, pois para isso era necessário ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas (Álvares, Giacometti & Gusso, 2008). A Figura 5 traz o número de empresas por segmento de listagem em 2019.

Figura 5: Número de empresas por segmento de Listagem



Fonte: Elaborado pela autora.
Dados: B3 (2019c).

O segmento Tradicional não conta com regras diferenciadas de governança corporativa, diferentemente dos demais. O Bovespa Mais foi desenvolvido para empresas que querem acessar o mercado de capitais de forma gradual e possui como diferença, em relação ao Bovespa mais nível 2, permitir a negociação apenas de ações ordinárias (B3, 2019b).

O segmento Nível 2 possui exigências similares ao Novo mercado, no entanto permite a negociação de ações preferenciais. O Nível 1 é um pouco menos exigente que o Nível 2, sendo mais focado em melhorar os padrões de divulgação e transparência das informações financeiras (Carvalho & Pennacchi, 2012). Em 2000, foi lançado o Novo Mercado que estabeleceu regras de governança corporativa um pouco mais rígidas. Desde a sua criação, o Novo Mercado passou por revisões em 2006 e 2011. Uma nova versão do Regulamento do Novo Mercado foi aprovada 2017 e entrou em vigor em 2018, acrescentando exigências como a obrigatoriedade do comitê de auditoria, da auditoria interna e do *compliance* (B3, 2019b).

Um fator que pode levar uma empresa a escolher um determinado segmento de governança em detrimento de outro é a possibilidade de poder negociar tanto ações preferenciais quanto ordinárias. Assim, para manter ambos os tipos de ações uma empresa

pode preferir permanecer em um nível de governança inferior aos padrões que ela possui (Tavares & Penedo, 2018). No entanto, para Tavares e Penedo (2018), os fatores que levam uma empresa a aderir um segmento de listagem ou outro não são facilmente verificáveis, visto que são inúmeros pontos para serem levados em consideração. De acordo com Carvalho e Pennacchi (2012), algumas empresas não aderiam aos níveis mais elevados de governança, como o Novo Mercado, devido às dificuldades de atenderem as exigências. Assim, para os autores, uma forma de incentivar as práticas de governança corporativa foi a criação de níveis intermediários como o nível 1 e o nível 2. Dessa forma, mais empresas poderiam acessar ao mercado de capitais como padrões melhores de governança.

O mercado de capitais brasileiro possui características históricas difíceis de serem modificadas, tais como, a alta concentração de capital, a sobreposição da propriedade-gestão, a fraca proteção ao acionista minoritário e a pequena quantidade de companhia listada em bolsa. Apesar da pressão das forças externas para mudança, têm prevalecido as forças internas (Andrade & Rossetti, 2012). Diante disso, as empresas brasileiras, apesar de terem o capital aberto, apresentam uma concentração da propriedade, conflitos de agência e alto custo de captação de recursos via emissão de ações (Carvalho, 2002).

Por outro lado, os acionistas ficam inseguros, o mercado pouco atrativo, baixa demanda de ações, baixa liquidez e baixa proteção. Dessa forma, o mercado acionário tem emissões desestimuladas, baixo *turnover* e baixa capitalização via mercado (Carvalho, 2002; Silveira, 2002; Okimura, 2003). A Figura 6 traz, de forma sintetizada, as principais características do modelo de governança corporativa brasileiro.

Figura 6: Características do modelo de governança praticado no Brasil

Características definidoras	Modelo Brasileiro	Síntese
Financiamento Predominante	<i>Debt</i> e geração de caixa	Mercado de capitais pouco expressivo. Abertura de capital decrescente. Expansão de fundos <i>private equity</i> .
Propriedade e Controle acionário	Alta concentração	Capital concentrado nos maiores acionistas. Predominam empresas familiares. Estruturas piramidais de controle.
Propriedade e Gestão	Sobreposição	Alto grau de envolvimento dos controladores na gestão, devido à alta concentração da propriedade.
Conflitos de Agência	Majoritários - minoritários	Menos expressivo os conflitos entre acionistas e gestão, devido à concentração da propriedade e sobreposição com a gestão.
Proteção Legal a Minoritários	Fraca	<i>Tag along</i> não se estende as ações preferenciais.
Conselhos de Administração	Média eficácia	Obrigatório por lei para companhias abertas. A baixa eficácia é devido a acumulação de cargos de direção e presidência do conselho nos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais 2 e tradicional. Além disso, existe a presença de vários membros pertencente à mesma família, ou seja, não há muitos membros independentes.
Liquidez da Participação Acionária	Baixa	A liquidez das companhias é afetada pela predominância da posse de blocos de ações. É baixo o nível de <i>free-float</i> .
Forças de Controle mais Atuantes	Internas	A pressão de forças externas é crescente: níveis diferenciados de listagem, ativismo dos fundos de pensão, edição de código de boas práticas. Porém, prevalecem as forças internas.
Governança Corporativa	Em evolução	Ainda possui características que afasta dos padrões de melhores práticas, mas possui pressões para evolução: privatização, processo sucessório, fusões, investidores estrangeiros, listagem diferenciada.
Abrangência dos Modelos de Governança	Em transição	O modelo predominante é <i>shareholders oriented</i> , movido pela concentração de capital e demandas de investidores.

Fonte: Andrade e Rossetti (2012).

O panorama da governança brasileira vem mudando. De acordo com o levantamento feito por El-Darwiche, Friedrich, Péladéau e Sabbagh (2010), a relevância do tema aumentou e houve uma maior aderência das empresas a melhores práticas. Em 2003, 34% das empresas admitiram desconhecer o código de melhores práticas, já em 2009, apenas 13% não tinha conhecimento. Além disso, o levantamento feito por El-Darwiche et al. (2010) aponta que dentre os benefícios da adesão às boas práticas de governança, relatados pelas empresas, estão a melhora da transparência, da gestão e alinhamento da relação acionista-executivos.

De acordo com o IBGC (2019), a transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa são os pilares da boa governança. A *accountability* e transparência são princípios em comum da RSC, da governança corporativa e da contabilidade como um todo. Diante disso, o *disclosure* de informações é um pilar da contabilidade no contexto das organizações. A divulgação de informações sobre responsabilidade social é importante, pois ajuda o consumidor desde a decisão de optar por determinado produto até tomar conhecimento de aspectos relacionados ao meio ambiente,

saúde e proteção trabalhista. Dessa forma, muitos países adotaram os mesmos princípios e iniciativas de RSC (Ortas, Álvarez, Jaussaud & Garayar, 2015).

2.3. Responsabilidade Social Corporativa (RSC)

Contabilidade social, responsabilidade social (Mathews, 1984, 1993), também conhecido como RSC (Gray, Owen & Maunders, 1987), aborda as informações incluídas nos relatórios de contabilidade sobre o produto, interesses dos funcionários, atividades comunitárias e impacto ambiental. Pesquisas empíricas sobre relatórios anuais no Reino Unido, Estados Unidos, Austrália, Canadá e Nova Zelândia mostraram que o volume de divulgação pode variar de acordo com condições econômicas, tamanho da organização e tipo de indústria envolvida (Mathews, 1993).

Em sua formulação moderna, a RSC é um produto do período pós-segunda guerra mundial. Dado o impulso pelas mudanças na consciência social que cresceram nos anos 1960, especialmente nos movimentos pelos direitos civis, das mulheres, dos consumidores e do meio ambiente, a RSC cresceu em relevância e estatura desde então. O conceito de responsabilidade social corporativa tem uma longa história. A escrita formal sobre responsabilidade social é um produto do século XX, especialmente, após os anos de 1950 (Carroll, 2015).

Entre os anos de 1950 e 1960, havia pouco entendimento por parte das empresas acerca de seus impactos socioambientais (Hanks, 2005). Neste período, Bowen (2013, p. 6) estabeleceu uma definição inicial para RSC: "... refere-se às obrigações dos empresários de buscar políticas, tomar decisões ou seguir linhas de ação que sejam desejáveis em termos dos objetivos e valores da sociedade". A RSC ou a consciência social dos gerentes significa que os empresários são mais responsáveis pelas consequências de suas ações, em uma esfera mais ampla, do que pelas declarações de lucros e perdas (Bowen, 2013, p. 44). Para Davis (1967, p. 46) "a RSC surge da preocupação com as consequências éticas de seus atos, pois podem afetar os interesses de outros".

Para Johnson (1971, p. 50), uma empresa socialmente responsável é aquela que "equilibra uma multiplicidade de interesses, tais como os da sociedade, os da organização e os dos *stakeholders*". Em vez de lutar apenas por maiores lucros para seus acionistas, uma empresa responsável também leva em consideração funcionários, fornecedores, distribuidores, comunidades locais e a nação. Além disso, decisões empresariais socialmente responsáveis

podem ser justificadas por terem chances de trazer, no longo prazo, ganhos econômicos para a empresa, retornando assim o investimento (Johnson, 1971, p. 54).

Nos anos de 1980, as organizações começam a ver benefícios nas práticas socioambientais (Hanks, 2005). Esse período foi marcado pela definição de desenvolvimento sustentável cunhada pela comissão de Brundtland (1987, p. 46): “desenvolvimento que atende às necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de satisfazer suas próprias necessidades”. Dessa forma, a sustentabilidade derivou do conceito de desenvolvimento sustentável e começou a ganhar adeptos nos anos 90, quando Elkington (1997) introduziu a noção do *Triple Bottom Line (TBL)* e o ligou à ideia de sustentabilidade.

O TBL, de Elkington (1997), consiste em uma estrutura contábil que incorpora três dimensões de desempenho: social, ambiental e financeiro. O termo sustentabilidade não engloba apenas aspectos ambientais, dessa forma, o capitalismo sustentável precisa se preocupar com questões que vão além das ambientais, ou seja, precisa abordar a equidade social, a justiça ambiental e a ética nos negócios. Portanto, o capitalismo deve ser compreendido na sua forma financeira, natural, humana e social (Hart, 1997). Assim, o TBL vai além dos relatórios contábeis tradicionais, uma vez que inclui dados ambientais e medidas sociais. Dessa forma, captura a essência da sustentabilidade, medindo o impacto das atividades de uma organização no mundo incluindo rentabilidade, valor para os acionistas e seu capital social, humano e ambiental (Elkington, 1997).

A partir de 1990, as questões socioambientais passaram a ser institucionalizadas. Assim, indicadores de sustentabilidade e certificações voluntárias se espalharam, bem como práticas de diálogo com *stakeholders*, análise de ciclo de vida dos produtos e *ecodesign* (Hanks, 2005). Os anos 2000 são marcados pela consolidação do conceito de sustentabilidade como abordagem de gestão. Dessa forma, as empresas passam mensurar seus impactos, inovar seus processos e produtos, dialogar com seus *stakeholders* e prestar-lhes contas, bem como influenciar sua cadeia de valor na adoção da agenda (Hanks, 2005).

Dessa forma, em 2004, foi elaborado pela Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT), a NBR 16001, que estabelece requisitos mínimos para implementação de um Sistema de Gestão da Responsabilidade Social (SGRS). Esse sistema permite que a entidade formule e implemente políticas e objetivos que “levem em conta as exigências legais, seus compromissos éticos e sua preocupação com a promoção da cidadania e do desenvolvimento sustentável, além da transparência das suas atividades” (ABNT NBR 16001, 2004, p.1).

A ABNT NBR 16001, publicada pela primeira vez em 2004, foi revisada e teve sua segunda versão em 2012. Essa última versão foi baseada na ISO 26000, publicada em 2010.

A NBR 16001 é uma norma de sistema de gestão, passível de auditoria, estruturada em requisitos verificáveis, permitindo que a organização busque a certificação por uma terceira parte, o que não ocorre com a ISO 26000 que é uma norma de diretrizes, de uso voluntário e que não visa certificação.

A ISO 26000 tem o propósito de fazer as organizações incorporarem aspectos socioambientais em seus processos decisórios e fazê-las se responsabilizarem pelos impactos causados pelas suas decisões e atividades. Dessa forma, o comportamento ético e transparente das instituições irá contribuir para o desenvolvimento sustentável. A responsabilidade social deve estar integrada a toda organização, deve ser praticada e levar em consideração os interesses dos *stakeholders* (NBR ISO 26000, 2010).

Assim, os princípios da governança corporativa aproximam-se dos princípios da RSC elencados na NBR ISO 26000 (2010), que são: (a) a *accountability* que consiste na prestação de contas e responsabilização por impactos gerados na sociedade e economia; (b) a transparência, que se refere à divulgação de forma clara, precisa e completa de informações referentes às políticas, decisões e atividades das instituições; (c) o comportamento ético, ou seja, a organização deve se basear em valores como honestidade, equidade e integridade; (d) o respeito pelas partes interessadas, pois apesar dos objetivos da organização poderem se limitar aos interesses da administração, esta deve levar em conta os direitos e reivindicações da coletividade; (e) o respeito pelo estado de direito, ou seja, respeitar a supremacia da lei; (f) o respeito pelas normas internacionais de comportamento e; (g) o respeito pelos direitos humanos.

2.3.1. Relação entre Governança Corporativa e Responsabilidade Social

Uma governança corporativa bem estruturada está ligada a uma maior promoção da RSC, visto que são os membros da administração que decidirão as medidas, práticas e ações voltadas para o desenvolvimento sustentável (Johnson & Greening, 1999; Knox & Maklan, 2004; Aras & Crowther, 2008; Jamali & Neville, 2011; Arora & Dharwadkar 2011; Harjoto & Jo, 2011). A RSC é cada vez mais discutida como uma estratégia para lidar com falhas de governança e com riscos de reputação. Nesse sentido, o crescimento da mídia e do discurso político/comunitário está cada vez mais centrado em propor melhorias aos comportamentos gerenciais e nas práticas de RSC (Gettler, 2008 e Tudway, 2008).

Considerando que o sistema de governança corporativa, geralmente, é orientado para os acionistas, ou para um grupo mais amplo de partes interessadas, isso terá implicações para

as relações das empresas com as instituições sociais (Gill, 2008; Ioannou & Serafeim, 2012; Graaf & Stoelhorst, 2013). Em um sistema de governança corporativa focado no acionista, como o dos EUA, Austrália e Reino Unido, as obrigações fiduciárias dos diretores e gerentes são voltadas para a empresa e seus acionistas (Hansmann & Kraakman, 2001; Bainbridge, 2003; Hill, 2005; Williams & Conley, 2005). Em contraste, os sistemas de partes interessadas de governança corporativa, como na Europa continental, Japão, ou Índia exigem uma perspectiva mais abrangente sobre questões de bem-estar social e, portanto, de como administrar a empresa (Clarkson, 1995; Donaldson & Preston, 1995; Aguilera & Jackson, 2003; Freeman, 2010; Cappelli et al., 2010).

O Reino Unido, apesar de focado no acionista, por meio de uma reforma da lei estatutária, em 2006, incluiu uma seção que contribuiu para melhorar o regime de governança corporativa. Assim, os conselheiros devem levar em conta uma ampla gama de *stakeholders* (Williams & Conley, 2007). Os Estados Unidos possuem riscos legais por serem omissos em relação às obrigações internacionais de direitos humanos. Este risco vem do forte consenso internacional de que tais obrigações são parte das responsabilidades de um país e de suas empresas. Outro ponto que afeta a RSC é como os países tratam a assistência social. Em países como os Estados Unidos, com menor proteção ao trabalho, em comparação com a Europa, ou sem medicina socializada, as empresas são submetidas à pressão de várias partes interessadas para implementar programas sociais que afetam a produtividade da força de trabalho de uma empresa (Aguilera, Rupp, Williams, & Granapathi, 2007; Matten & Moon, 2008).

Em contraste, em locais com um passado ou presente social-democrata, como a Europa Continental, a legislação exige mais proteção da mão de obra e promoção de benefícios previdenciários, ou seja, as empresas não abordam as preocupações sociais e econômicas de forma voluntária, como ocorre nos EUA (Roe, 2000). Pelo contrário, “a totalidade das instituições formais e informais de um país atribui às corporações uma parcela de responsabilidade pelos interesses da sociedade” (Matten & Moon, 2008, p. 404). Essa orientação RSC implícita permite que as empresas atuem no interesse de funcionários, clientes, fornecedores e comunidades apenas seguindo a lei e agindo de forma consistente com as normas sociais (Matten & Moon, 2008).

A teoria institucional sugere colocar a RSC explicitamente dentro de um campo mais amplo de governança, incluindo o mercado e a regulação estatal (Brammer, Jackson, & Matten, 2012). Para Brammer, Jackson, e Matten (2012), a teoria institucional está bem no centro do objetivo da RSC, conforme demonstrado pelo conceito de Morgan, Campbell,

Crouch, Pedersen e Whitley (2010, p. 3): “... pode ser definida em como as formas, os resultados e a dinâmica da organização econômica são influenciados e moldados por outras instituições sociais, e com quais consequências para o crescimento econômico, inovação, emprego e desigualdade. Em contra partida, as instituições são geralmente definidas como regras, regulamentos, normas e entendimentos formais ou informais que restringem e possibilitam o comportamento”.

Para Tempel e Walgenbach (2007, p. 2), o estudo da RSC a partir da teoria institucional permite uma melhor compreensão das responsabilidades das empresas em dois aspectos: a diversidade e a dinâmica da RSC. O aspecto da diversidade está relacionado a variações transnacionais das práticas de RSC. Para Carroll (2008), é necessária a compreensão das condições institucionais sob as quais a RSC foi concebida para poder explicá-la. De acordo com Doh e Guay (2006) e Deakin e Whittaker (2007), o entendimento a respeito da RSC, em diferentes regiões e países, depende a estruturas institucionais formais, como leis, associações empresariais, grupos da sociedade civil ou sindicatos e das instituições informais, como normas religiosas, costumes e tradições.

O aspecto da dinâmica está relacionado em como a RSC mudou através da adesão e adaptação do sistema anglo-americano de capitalismo por empresas que não pertenciam a este sistema. Dessa forma, seguindo economias com fortes preceitos liberais, como EUA e Reino Unido, a RSC passou a ser vista como algo voluntário e ligado ao interesse dos acionistas (Brammer et al., 2012). Assim, a RSC como um mecanismo de governança é um exemplo da nova governança que tem proliferado como fontes de regulação de negócios, operando para trazer padrões sociais e ambientais em alguns aspectos da prática empresarial (Cashore, 2002; Meidinger, 2006; Blair, Williams, & Lin, 2008).

Para Robertson (2009, p. 631), “o desenvolvimento da RSC deve ser fortemente influenciado por aspectos culturais, sociais, políticos e fatores econômicos específicos de um determinado país, logo a RSC está sujeita à adaptação cultural”. Uddin e Choudhury (2008) apontam que as economias em desenvolvimento caracterizadas pelo domínio familiar, corrupção e interferência política não costumam adotar modelos racionais de governança corporativa, como o ocidental (anglo-saxão). Portanto, a influência dos mecanismos de governança corporativa nas divulgações de RSC pode ser diferente nas economias emergentes (Uddin & Choudhury, 2008).

Sobhan e Werner (2003) relatam que em organizações com domínio familiar os mecanismos de governança corporativa, como a presença de conselheiros independentes, tendem a ser, em grande parte, apenas “simbólicos”. Além disso, Belal e Owen (2007)

concluíram que a propriedade familiar é um dos principais fatores para o nível baixo de divulgações de RSC.

O conselho de administração é responsável pelo desenvolvimento de estratégias de negócios sustentáveis e pela supervisão do uso responsável dos ativos das empresas. É o conselho que toma as decisões cruciais em relação às políticas de RSC de uma empresa. Assim, o conselho de administração trabalha para que as empresas se envolvam em atividades de RSC e divulguem informações, não apenas para reduzir as preocupações morais dos gerentes, mas também para reconhecer as preocupações da sociedade e manter relações positivas com as principais partes interessadas, a fim de melhorar a sustentabilidade dos negócios (Porter & Kramer, 2006). Dessa forma, seria de se esperar que empresas com estruturas de diretoria mais eficazes fossem, particularmente, diligentes no fornecimento de informações sobre questões relacionadas à RSC (Porter & Kramer, 2006; Hennigfeld, Pohl & Tolhurst, 2006).

Devido às crescentes pressões públicas, de clientes e de investidores, às características de governança corporativa, como composição do conselho, que originalmente foram planejadas, principalmente, para proteger os interesses dos acionistas, podem ser modificadas para beneficiar uma ampla gama de partes interessadas (Fama, 1980; Hermalin & Weisbach, 2003). Compreender a ligação entre a governança corporativa, em particular as características do conselho, e a divulgação da RSC é importante para evitar “catástrofes” seja de gestão, seja socioambiental, e assim reduzir potencial efeito negativo na sociedade. Além disso, a divulgação de informações relacionadas à RSC, nos relatórios anuais, permite que os conselhos sinalizem seu equilíbrio entre objetivos financeiros e sociais (Gray et al., 1995).

2.3.2. *Disclosure Socioambiental*

A divulgação social corporativa pode ser definida como o fornecimento de informações financeiras e não financeiras relacionadas à interação de uma organização com seu ambiente físico e social, conforme declarado no relatório anual ou em relatórios sociais separados (Hackston & Milne, 1996). Segundo Gray, Javad, Power e Sinclair (2001), a divulgação compreende informações relativas às atividades, aspirações e imagem pública de uma empresa em relação a questões ambientais, de funcionários, consumo, uso de energia, igualdade de oportunidades, comércio justo, governança corporativa e afins.

A divulgação social refere-se aos relatórios corporativos que tratam de questões ambientais, sociais e éticas. Envolve áreas como redução das mudanças climáticas, direitos humanos, relações com funcionários, responsabilidade por produtos, filantropia e governança corporativa. As empresas normalmente divulgam informações sobre suas atividades em seus relatórios anuais, na imprensa ou site da empresa, ou em relatórios sociais separados (Gray et al., 1995; Adams et al., 1998; Deegan, 2002; Reverte, 2009).

Em geral, o *disclosure* social é visto como um meio de proteger a reputação corporativa e influenciar as percepções das partes interessadas - reguladores, consumidores, acionistas, grupos da sociedade civil e investidores sociais – sobre a empresa (Deegan, 2002; Milne, 2002; Chen & Roberts, 2010; Islam & Deegan, 2010). Ao compartilhar informações com terceiros sobre os impactos não econômicos das operações da empresa, a divulgação pode diminuir as assimetrias informacionais entre os *stakeholders*, mitigar possíveis pressões regulatórias e deixar a empresa em melhor posição para aproveitar futuras oportunidades de investimento (Adams et al., 1998; Neu et al., 1998; Haniffa & Cooke, 2005; Villier & Van Staden, 2006).

De acordo com a definição clássica de Freeman (2010, p. 26), um *stakeholder* é “qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar, ou seja, afetado pela realização dos objetivos de uma organização”. Com base na teoria do *stakeholder*, Ullmann (1985) apresenta um modelo para explicitar as correlações entre RSC e os fatores tridimensionais determinantes para sua divulgação, que são: o poder das partes interessadas, a postura estratégica da empresa em relação à divulgação de relato social e os recursos econômicos.

A primeira dimensão do modelo de Ullmann (1985) explica que a empresa responderá à intensidade das demandas das partes interessadas. A segunda dimensão descreve o modo de resposta dos principais tomadores de decisão de uma empresa às demandas sociais, que pode ser passiva ou ativa. A terceira dimensão do modelo diz respeito ao desempenho econômico passado e atual da empresa. Os recursos financeiros das empresas são um importante determinante da divulgação social, pois determinam o peso relativo das demandas sociais e a atenção que recebem dos principais tomadores de decisão. Além disso, a disponibilidade de recursos financeiros afeta a capacidade financeira para realizar programas de divulgação dispendiosos relacionados à coleta, medição e auditoria de dados.

A partir de 1980, os padrões de RSC aumentaram em número e em popularidade. Um estudo realizado por Ligteringen e Zadek (2004), identificou mais de 300 padrões corporativos globais, cada um com suas próprias características. Esses padrões incluem o

Pacto Global da Organização das Nações Unidas (ONU), o diretório da OCDE para empresas multinacionais, ISO 14001, GRI, *Sullivan's Global Principles, Social Accountability (AS) 8000, Series AccountAbility (AA1000)* e ISO 26000. Esses padrões estimulam a responsabilidade corporativa em relação a questões ambientais e sociais. Koerber (2009) afirma que algum grau de sobreposição pode ser detectado entre esses padrões, embora cada conjunto de padrões seja projetado para satisfazer as necessidades específicas de um grupo de partes interessadas.

O GRI foi fundado em 1997, em Boston, EUA. O Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) contribuiu para o estabelecimento da GRI. Em outubro de 2016, foram lançados os primeiros padrões globais de relatórios de sustentabilidade. Desenvolvidos pelo *Global Sustainability Standards Board (GSSB)*, os Padrões GRI permitem que todas as organizações relatem publicamente seus impactos econômicos, ambientais e sociais, e mostrem como elas contribuem para o desenvolvimento sustentável. Além disso, são uma referência confiável para formuladores de políticas e reguladores, pois possuem uma estrutura que permite que sejam atualizados e relevantes. Os Padrões GRI incluem todos os principais conceitos e divulgações das Diretrizes GRI G4, aprimorados com uma estrutura mais flexível, requisitos mais claros e linguagem mais simples (GRI, 2019).

No Brasil, em 1981, foi fundado o Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase). Em 1990, foi lançado o Balanço Social Ibase, que teve como principal função tornar pública a RSC, e construir vínculos entre as empresas, à sociedade e o meio ambiente. Desde então, caso a organização opte por esse modelo, o Balanço social, deve ser publicado anualmente. Este documento reúne um conjunto de informações sobre os projetos, benefícios e ações sociais dirigidas aos empregados, investidores, analistas de mercado, acionistas e à comunidade. É também um instrumento estratégico para avaliar e multiplicar o exercício da responsabilidade social corporativa (Ibase, 2019).

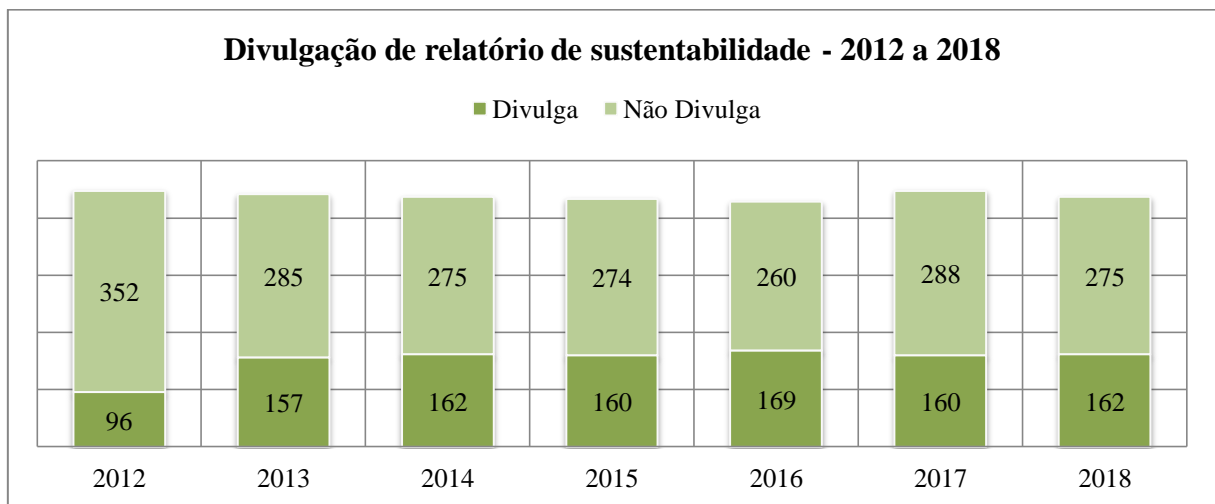
O Instituto Ethos foi criado em 1998 pela iniciativa privada. A missão do Ethos é mobilizar, sensibilizar e ajudar as empresas a gerir seus negócios de forma socialmente responsável, tornando-as parceiras na construção de uma sociedade justa e sustentável. Os indicadores Ethos buscam integrar os princípios e comportamentos da RSC com os objetivos para a sustentabilidade. Além de ter maior integração com as diretrizes de relatórios de sustentabilidade da GRI, com a Norma de Responsabilidade Social NBR ISO 26000, e com o *Carbon Disclosure Project (CDP)* (Ethos, 2019).

Além desses institutos que formulam padrões de divulgação, bem como incentivam a sustentabilidade, no Brasil há também a NBC T 15, aprovada pela Resolução nº 1.003 de 19

de agosto de 2004, que estabelece elementos e procedimentos para divulgação de informações sociais e ambientais. De acordo com a NBC T 15, informações socioambientais estão relacionadas com a geração e distribuição de riqueza, bem como com os recursos humanos, com a interação da entidade com o ambiente externo e com o meio ambiente.

A B3, a partir de 2012, passou a recomendar às empresas listadas que indicassem no Formulário de Referência se publicavam relatórios de sustentabilidade e o local de acesso. Em caso negativo, as empresas deveriam explicar por que não o faziam. Essa iniciativa foi intitulada de “Relate ou Explique”, realizada em parceria com a GRI, com apoio do *International Integrated Reporting Council* (IIRC), e objetivava uma adesão progressiva das companhias à prática de reportar para os investidores informações e resultados relacionados às dimensões ambiental, social e de governança corporativa (B3, 2019a). Conforme a Figura 7, observa-se que houve um aumento significativo das empresas que passaram a publicar relatórios de sustentabilidade, entre os anos de 2012 e 2018.

Figura 7: Evolução da adesão à publicação de relatórios de sustentabilidade.



Fonte: Elaborado pela autora.

Dados: Relate ou explique - B3 (2012 - 2018).

Em 2015, foi o último ano do “Relate ou Explique” no seu formato original, pois a CVM, em revisão ao Formulário de Referência, passou a exigir que as empresas relatem se publicam ou não o relatório de sustentabilidade a partir de 2016. Assim, não há mais necessidade de que a B3 faça esse pedido de reporte, pois o compromisso das empresas passou a ser com a CVM. A partir de 2017, a B3 lançou o “Relate ou Explique para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)”. O objetivo agora é a transparência das estratégias e ações em relação aos 17 ODS estabelecidos pela ONU (B3, 2019a).

Portanto, observa-se que a pressão por adesão a práticas RSC, bem como pela sua divulgação, é crescente, além do GRI, há também o Ibase, o Instituto Ethos, a NBC T 15 e as cobranças da B3 e da CVM para que as empresas adotem mais padrões sustentáveis e transparentes. Pois, a divulgação de informações de RSC é uma ferramenta de comunicação da empresa como o *stakeholders*, ou seja, uma medida de se torna mais transparente.

Nesse sentido, os gerentes corporativos constituem o grupo de indivíduos que tomam as decisões estratégicas de alocar os recursos da empresa da maneira que eles consideram como mais consistente com as reivindicações das partes interessadas (Deegan, 2002). Os fatores de relacionamento, poder, legitimidade e urgência influenciam o nível de importância que uma empresa atribui às reivindicações de diferentes grupos de partes interessadas (Dierkes & Antai, 1985; Gray et al., 1995; Neu et al., 1998; Deegan, 2002).

2.4. Estudos Empíricos sobre Responsabilidade social e Governança Corporativa

Países em diferentes contextos têm buscado fatores que podem influenciar na divulgação ou não de informações nos relatórios de sustentabilidade. A preocupação com a temática por países emergentes é observada nos estudos realizados em Bangladesh, Coreia do Sul, Malásia, Arábia Saudita, China e Índia (Esa & Anum, 2012; Khan et al, 2013; Choi, Lee & Park, 2013; Rahim & Alam, 2014; Liu & Zhang, 2017). Em alguns contextos, como o da Índia e da África do Sul, as práticas de RSC têm sido vista como uma parte natural da 'boa governança' ou como 'melhores práticas de governança' (Young & Thyl, 2014). Países desenvolvidos como EUA e Reino Unido também já abordaram a temática conforme demonstrado pelos estudos de Jizi, Salama Dixon e Stratling (2014) e Arora e Dharwadkar (2011). A seguir são discutidos os principais resultados alcançados de estudos empíricos que abordaram a relação entre governança e responsabilidade social.

2.4.1. Estudos Internacionais

Utilizando empresas da Malásia Said, Zainuddin e Haron (2009) examinaram a relação entre o grau de divulgação da RSC e as características de governança corporativa, tais como o tamanho do conselho, a independência do conselho, a dualidade, o comitê de auditoria, os dez maiores acionistas, a propriedade gerencial, a propriedade estrangeira e a propriedade do governo. A análise de conteúdo, dos relatórios de sustentabilidade, foi utilizada para verificar as informações divulgadas ou não, e assim, construir o índice de

divulgação de RSC. Os resultados indicaram que a propriedade do governo e o comitê de auditoria estão positivamente e significativamente correlacionados com o nível de divulgação da responsabilidade social corporativa.

Baseando-se na teoria da legitimidade Khan et al. (2013), examinaram até que ponto as características de governança corporativa, tais como propriedade gerencial, propriedade pública, participação estrangeira, independência do conselho, dualidade do CEO e presença do comitê de auditoria influenciam a divulgação de informações de RSC nas empresa bengalesas. Os resultados sugerem a que a propriedade pública, a participação estrangeira, a independência da diretoria e a presença do comitê de auditoria têm impactos significativos positivos nas divulgações de RSC. Contudo, não foi entrado qualquer impacto significativo da dualidade do CEO. Em geral, a pesquisa implica que os atributos de governança corporativa desempenham um papel vital na garantia da legitimidade organizacional por meio de divulgações de RSC.

A partir de grupos empresariais da Coréia do sul, chamados *chaebol*, que são conglomerados multinacionais de empresas públicas e privadas de uma ampla gama de indústrias, Choi et al. (2013) analisaram como a governança corporativa e a estrutura de propriedade da empresa afeta a intenção dos gerentes de promover RSC. As empresas do *chaebol*, são em grande parte controladas por famílias fundadoras que têm poder discricionário substancial para transferir capital e recursos gerenciais entre as firmas-membro. O estudo sugere que a afiliação do grupo empresarial e a estrutura de propriedade são fatores importantes para a entidade engajar-se na RSC. O estudo destaca que é preciso ter cuidado ao avaliar as atividades de RSC, em particular, de empresas com governança corporativa fraca. Para os reguladores, é importante assegurar que as divulgações relacionadas à RSC sejam baseadas em planos reais e não se destinem a enganar as partes interessadas, especialmente quando as empresas não são ativamente monitoradas por acionistas externos.

Jizi et al. (2014) examinaram o impacto da governança corporativa na qualidade da divulgação de RSC nos relatórios anuais dos bancos dos Estados Unidos após a crise das hipotecas, no período de 2009 a 2011. Monitorando as características do comitê de auditoria, frequência das reuniões do conselho, lucratividade, tamanho e risco dos bancos, os autores encontraram evidências de que a independência da diretoria e tamanho do conselho, duas características geralmente associadas à proteção dos acionistas, estão positivamente relacionados à divulgação de RSC. A dualidade do CEO também impacta positivamente na divulgação de RSC. Do ponto de vista teórico da agência, isso sugere que CEOs podem promover as atividades de RSC nos bancos, pois estão sob pressão das partes interessadas.

Além disso, podem fornecer um alto grau de divulgação de RSC decorrente da preocupação com a reputação da empresa e dos gerentes.

O estudo de Giannarakis (2014) investigou a relação entre a governança corporativa, as características financeiras e a divulgação da RSC em 100 empresas listadas na *Fortune* 500. As características financeiras e de governança corporativa são as reuniões do conselho, idade dos membros do conselho, presença de mulheres no conselho, tamanho do conselho, dualidade do diretor executivo, alavancagem financeira, lucratividade, tamanho da empresa, composição do conselho e comprometimento do conselho com a RSC. A divulgação de informações socioambientais foi dada pela pontuação da *Bloomberg*. Os resultados indicam que o tamanho da empresa, o comprometimento da diretoria com a RSC e a lucratividade foram positivamente associados à extensão da divulgação da RSC, enquanto a alavancagem financeira está relacionada negativamente com a extensão da divulgação da RSC.

Farooq, Ullah e Kimani (2015) examinaram a relação entre os mecanismos de governança corporativa e RSC usando uma amostra de 247 empresas dos EUA no período 2007 a 2011. Os autores constataram que empresas com fortes características internas de governança corporativa (em conformidade com o código de governança corporativa), provavelmente, investirão mais em suas atividades de RSC. Assim, concluíram que as empresas maiores tendem a se importar mais com a reputação de seus mercados externos em relação às pequenas empresas, dessa forma tendem a investir mais em RSC, pois gera uma melhor imagem corporativa. Além disso, as empresas maiores tendem a ter mais recursos em comparação com as pequenas e médias empresas, em termos de capital e talento, portanto, são capazes de fazer grandes investimentos em atividades de RSC.

No contexto de um país emergente, Arábia Saudita, Habbash (2016) buscou verificar a influência das práticas de governança corporativa na divulgação RSC. O estudo concluiu que no período de 2007 a 2001 e houve um aumento na divulgação de RSC. Esta melhoria pode ser explicada pela devida aplicação do código de governança corporativa saudita. Além disso, o governo, a propriedade familiar, o tamanho da firma e a idade da empresa são determinantes positivos da divulgação da RSC. Já a alavancagem da empresa é um determinante negativo. A independência do conselho, a dualidade do CEO, a propriedade institucional, a rentabilidade e o tipo de indústria não são determinantes da divulgação da RSC.

A *Securities and Exchange Commission do Paquistão* (SECP) introduziu, em 2013, diretrizes voluntária de RSC. Assim, Javaid, Chaudhry e Khan (2016) buscaram investigar se

houve alguma mudança na divulgação de RSC das empresas paquistanesas essa mudança. Os resultados apontam que houve um aumento da divulgação de RSC após a introdução das diretrizes voluntárias de RSC em 2013. Além disso, o estudo mostra que a extensão da divulgação varia entre setores. Em relação as características de governança os resultados mostram que conselheiros independentes e tamanho do conselho afetam positivamente a extensão da divulgação de RSC.

Agência de Supervisão do Mercado de Capitais da Indonésia e da Agência de Supervisão Financeira (Bapepam LK), para promover a RSC, publicaram um regulamento em 2012. Assim, Ika, Dwiwinarno e Widagdo (2017) buscaram investigar se houve uma mudança no nível de divulgação da RSC e a influencia da governança corporativa nas informações publicadas nos relatórios anuais. Os resultados apontam que houve um aumento na extensão da divulgação da RSC. Além disso, o comitê de auditoria e o tamanho da empresa estão positivamente associados com a extensão da divulgação da RSC. Dessa forma, o envolvimento do comitê de auditoria, por meio de sua eficácia na supervisão dos relatórios financeiros da empresa, pode levar a uma maior preocupação com as atividades sociais corporativas e, conseqüentemente, com a divulgação nos relatórios anuais.

As indústrias de poluição pesada, tais como a de energia térmica, aço, cimento, alumínio, carvão, metalúrgica, papel, dentre outras, estão sob constante vigilância de preocupação da sociedade. Assim, Liu e Zhang (2017) avaliaram a relação entre governança corporativa, das indústrias de poluição pesada da China, com a divulgação de informações de RSC. O estudo conclui que há um declínio no nível de divulgação de informações de RSC, bem como que diferentes fatores de governança corporativa afetam a divulgação de informações de RSC em indústrias de poluição pesada. Além disso, a divulgação de informações de RSC não é benéfica para o lucro de curto prazo de uma empresa, mas pode aumentar seu valor de longo prazo. Logo, a divulgação de informações sobre RSC está relacionada ao desenvolvimento de longo prazo das empresas. Geralmente, um alto nível de governança corporativa é favorável para gestão da legitimidade, bem como divulgação de informações de responsabilidade social.

As corporações multinacionais enfrentam pressões crescentes, tais como a demanda por mais transparência e divulgação e a necessidade de implementar boas práticas de governança corporativa. Neste contexto, Kaymak e Bektas (2017), utilizando o estudo da *Transparency International*, sobre as práticas de divulgação de RSC das maiores multinacionais do mundo, avaliaram a relação da divulgação de RSC com a estrutura de governança. Os resultados indicam que a independência do conselho e o tamanho do conselho

são positivamente relacionados a várias práticas de RSC. Além disso, as indústrias extrativas têm um impacto significativo e positivo no nível das atividades de RSC.

Partindo da teoria dos *stakeholders*, Dias, Lima e Craig (2017), analisaram como as características da governança corporativa, das empresas portuguesas, influenciam a divulgação RSC no contexto de uma Crise Financeira Global (CFG). O estudo aponta a alta concentração de propriedade e a dualidade do CEO tem um efeito positivo sobre a divulgação RSC e maior transparência. Empresas maiores e empresas mais próximas aos consumidores estão associadas a altos níveis de divulgação de RSC, pois, são mais visíveis e sujeitas a um maior monitoramento da sociedade durante um período de crise financeira.

A teoria da agência enfatiza os papéis de monitoramento e alinhamento de incentivos, assim, pode-se supor que os mecanismos de governança corporativa interagem entre si para afetar a RSC. Partindo desse pressuposto, Oh, Chang e Kim (2018) investigaram como os mecanismos de governança corporativa de empresas dos EUA influenciam a RSC. Com base em uma perspectiva do conjunto de mecanismos de governança, o estudo examina se vários mecanismos de governança atuam como complementos ou substitutos uns dos outros na promoção da RSC. Os resultados apontam que vários mecanismos de governança atuam principalmente como substitutos para promover a RSC. Dessa forma, um nível similar de RSC pode ser alcançado com diferentes combinações de mecanismos de governança.

A cultura do país pode influenciar a governança corporativa e, conseqüentemente, o *disclosure* socioambiental. Diante disso, Mohamed, Hay e Staden (2018) investigaram os efeitos da cultura nacional e governança corporativa na divulgação de RCS nas empresas da China, Malásia, Índia e Reino Unido. O relato de RSC é mais prevalente em empresas em países nos quais a sociedade é individualista. Os relatórios são aprimorados pela governança corporativa na forma de comitês do conselho de responsabilidade social, enquanto a participação do governo influencia a qualidade da geração de relatórios de RSC. A governança corporativa modera algumas das influências culturais prejudiciais nos relatórios.

Baseando-se na teoria da legitimidade, na teoria da agência e na teoria do *stakeholders* Garas e Elmassah (2018) investigaram o impacto da governança corporativa nas divulgações de RSC nas empresas do Conselho de Cooperação do Golfo (CCG). O estudo aponta que a concentração de propriedade, a independência do conselho, a separação entre presidente do conselho e presidente, o comitê de auditoria impactam positivamente a divulgação de RSC. Além disso, o índice de alavancagem, o retorno sobre os ativos, o tamanho e a idade da empresa emergem como importantes determinantes das divulgações de RSC, no entanto, o tamanho e a idade da empresa não são estatisticamente significativos.

2.4.2. Estudos Nacionais

A RSC é cada vez mais discutida como uma estratégia para lidar com falhas de governança e com riscos de reputação (Gettler, 2008; Tudway, 2008). No Brasil, os estudos de Bomfim, Teixeira e Monte (2015), Gomes, Luca, Vasconcelos e Ponte (2015) e Almeida, Silva e Oliveira (2016) avaliaram, respectivamente, o impacto no *disclosure* socioambiental da governança corporativa, das características econômico-financeiras e dos ambientes institucionais.

O estudo de Bomfim et al. (2015) verificou a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade e as características de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados encontrados demonstram que a administração familiar, a idade da companhia, a influência da comunidade, a presença de um comitê de sustentabilidade, o tamanho e o desempenho apresentam efeito positivo no *disclosure* da sustentabilidade. Por outro lado, a participação no Novo Mercado da B3 mostrou-se negativamente relacionada com o nível *disclosure* da sustentabilidade, demonstrando que a inserção neste nível diferenciado de governança corporativa não influencia na divulgação de informações pelas companhias investigadas.

Utilizando as diretrizes da GRI, Gomes et al. (2015) analisaram a relação entre as características econômico-financeiras das empresas e os respectivos níveis de *disclosure* voluntário de informações socioambientais. Os resultados indicaram que os níveis de *disclosure* voluntário de informações voltadas para a sustentabilidade estão associados a incentivos econômicos. O desempenho e o tamanho indicam que empresas maiores e com alto desempenho são capazes de influenciar os níveis de *disclosure*. Empresas sediadas em países com IDH mais elevado possuem uma menor contribuição para a divulgação voluntária sob o enfoque da sustentabilidade, de acordo com as diretrizes do relatório GRI.

Sob a perspectiva das instituições financeira, Almeida et al. (2016) investigaram a influência de aspectos do ambiente institucional, no qual os bancos brasileiros se inserem, na divulgação de informações de RSC. Os resultados apontam para a existência de relacionamento entre a divulgação de informações referentes à RSC e os seguintes aspectos do ambiente institucional: a listagem em bolsa e ao segmento de atuação atacado; que apresentaram, respectivamente, influência positiva e negativa sobre a divulgação. Verificou-se, ainda, que a variável de controle tamanho apresentou relacionamento positivo e estatisticamente significativo com o nível de divulgação de RSC.

2.4.3. Resumo dos estudos anteriores

A Figura 8 apresenta um resumo dos estudos anteriores nacionais e internacionais. Assim, apresenta informações referentes às principais evidências empíricas sobre a relação entre governança corporativa e *disclosure* da RSC, tais como o autor, o objetivo do estudo, a amostra utilizada, as variáveis e os principais resultados.

Figura 8: Resumo das evidências empíricas sobre a relação entre governança corporativa e *disclosure* da RSC.

ESTUDOS INTERNACIONAIS					
Autor	Objetivo	Amostra	Variável Dependente	Variáveis independentes	Resultados
Said et al. (2009)	Examinar a relação entre as características de governança corporativa e o grau de divulgação da RSC.	150 empresas listadas na Malásia em 2006.	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade.	Variáveis Independentes: Tamanho do conselho; Independência do Conselho; Dualidade do CEO; Comitê de auditoria; Propriedade gerencial; concentração de propriedade; Propriedade estrangeira; estrangeiros; propriedade do governo. Variáveis de Controle: Tamanho da empresa; ROA; ROE.	Tamanho da empresa; ROE; propriedade do governo; comitê de auditoria; tamanho do conselho e concentração de propriedade apresentaram relações positivas e significativas.
Khan et al. (2013)	Examinar a relação entre a governança corporativa e a extensão das divulgações da RSC	116 empresas de produção listadas em Bangladesh, de 2005 a 2009.	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 20	Variáveis Independentes: propriedade gerencial; propriedade pública; participação estrangeira; proporção de diretores independentes; dualidade de CEO; comitê de auditoria. Variáveis de Controle: tamanho da empresa; Idade da empresa; alavancagem; retorno sobre os ativos.	Propriedade gerencial significativo e positivo para as indústrias orientadas para a exportação. Propriedade pública, participação estrangeira, independência da diretoria e a presença do comitê de auditoria têm impactos significativos positivos nas divulgações de RSC.
Choi et al. (2013)	Verificar como a governança corporativa afeta a intenção dos gerentes de promover as RSC. Além disso, analisar se a estrutura de propriedade afeta as atividade de RSC.	2055 empresas Coreanas não financeiras de 2002 a 2008	Variável dependente: Índice estabelecido pelo <i>Korea Economic Justice Institute</i> (KEJI). Mede as atividades de RSC das empresas Coreanas	Variáveis Independentes: <i>accruals</i> discricionários; <i>dummy</i> indicando se a empresa é do grupo <i>Chaebol</i> ou não; concentração de propriedade; ações detidas por investidores institucionais ou estrangeiro. Variáveis de Controle: tamanho da empresa; ROA; Alavancagem; <i>book-to-market</i> ; <i>dummy</i> de indústria.	Os <i>Accruals</i> discricionários, pertencer ao grupo <i>Chaebol</i> negativo, as ações detidas por investidores institucionais ou estrangeiros e a alavancagem apresentaram relação negativa e significativa com a RSC. Já a Concentração de propriedade, ROA e tamanho apresentaram relação positiva.

Jizi et al. (2014)	Investigar se as características de governança corporativa impactam na divulgação de RSC.	193 bancos comerciais nacionais listados nos EUA de 2009 a 2011	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 31	Variáveis Independentes: Tamanho do conselho; Independência do Conselho; dualidade presidente; comitê de auditoria; reuniões do conselho. Variáveis de controle: comitê de auditoria; ROA; alavancagem; Tamanho da empresa.	Independência da diretoria, tamanho do conselho e dualidade do CEO estão positivamente relacionados à divulgação de RSC.
Giannarakis (2014)	Investigar a relação entre governança corporativa e características financeiras e a extensão da divulgação da RSC	100 empresas da lista da Fortune 500 em 2011.	Pontuação da Bloomberg de divulgação ambiental, social e governamental	Variáveis Independentes: idade média do conselho; mulheres no conselho; composição do conselho; compromisso da diretoria com a CSR; número de reuniões do conselho; tamanho do conselho; dualidade do CEO Variáveis de controle: tamanho da empresa; alavancagem financeira; ROE; retorno das vendas.	Tamanho da empresa, o comprometimento da diretoria com a RSC e a lucratividade foram positivamente significativos. A alavancagem financeira está negativamente relacionada com a da divulgação da RSC.
Farooq et al. (2015)	Investigar se os mecanismos de governança corporativa afetam a RSC.	247 empresas listadas da Bolsa de Nova York de 2007 a 2011	Pontuação da <i>DataStream</i> para RSC.	Variáveis Independentes: pontuação da <i>DataStream</i> para governança corporativa. Variáveis de controle: tamanho da empresa; alavancagem.	A relação entre governança corporativa e RSC foi positiva e significativa. O tamanho da firma também foi positivo e significativo.
Habbash (2016)	Examinar as práticas de divulgação da (RSC) e a potencial influência da governança corporativa.	267 empresas listadas na Bolsa de Valores da Arábia Saudita durante 2007 a 2011.	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 31	Variáveis Independentes: independência do conselho; dualidade do CEO; propriedade do governo, propriedade institucional e propriedade familiar; comitê de auditoria Variáveis de controle: alavancagem, tamanho da empresa, rentabilidade da empresa, idade da empresa e tipo de indústria.	A propriedade do governo, a propriedade familiar, o tamanho da firma e a idade da empresa são significativas e positivas. A alavancagem significativa e negativa.

Javaid et al. (2016)	Investigar se há alguma mudança na divulgação da RSC após a introdução das diretrizes voluntárias de RSC em 2013 SECP e determinar o efeito da governança corporativa na divulgação.	50 empresas paquistanesas de 2010 a 2014.	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 60	Variáveis Independentes: Tamanho da diretoria; mulheres diretoras; Diretores independentes. Variáveis de controle: Tamanho da empresa; Alavancagem.	Diretores independentes, mulheres diretoras e tamanho do conselho afetam positivamente a extensão da divulgação de RSC
Ika et al. (2017)	Examinar se os atributos de governança corporativa influenciam a divulgação de RSC	115 empresas listadas na indonésia de 2011 a 2012	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 79	Variáveis Independentes: Tamanho da Diretoria, Independência da Diretoria; Eficácia do Comitê de Auditoria; Concentração de Propriedade Variáveis de controle: Tamanho da empresa; ROA.	A eficácia do comitê de auditoria e o tamanho da empresa foram positivamente significativos.
Liu e Zhang (2017)	Examinar os fatores da governança corporativa que podem afetar a divulgação de informações de RSC.	Indústrias de poluição pesada durante, listadas na China de 2008 a 2014.	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 11	Variáveis Independentes: Valor da empresa; proporção de ações estatais; maior acionista; Tamanho da Diretoria; Independência da Diretoria; reuniões do conselho; Variáveis de controle: Tamanho da empresa; Empresas estatais; Alavancagem;	Maior acionista negativamente significativo; acionista estatal, tamanho da diretoria, reuniões do conselho e tamanho da empresa positivamente significativo
Kaymak e Bektas (2017)	Analisar a relação entre o nível de RSC das multinacionais e as características do conselho de administração.	80 empresas com dados na <i>Transparency International (TI)</i> em 2010	Variável dependente: índice de RSC da <i>Transparency International (TI)</i> .	Variáveis Independentes: conselheiros independentes; tamanho do conselho; dualidade do CEO; Variáveis de controle: Tamanho da empresa; ROA; <i>dummy</i> de setor; pontuação nacional de corrupção;	A Independência do conselho, o tamanho do conselho; a pontuação nacional de corrupção e o setor foram positivamente significativos.

Dias, Lima e Craig (2017)	Examinar como as características da governança corporativa influenciam na divulgação da CRS em um contexto de uma crise financeira global.	48 das listadas em Portugal em 2011	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 40	<p>Variáveis Independentes: tamanho do conselho, dualidade CEO, independência do conselho, concentração de propriedade e presença de um comitê de auditoria ou comitê de RSC</p> <p>Variáveis de Controle: tamanho da empresa e tipo de indústria</p>	Tamanho do conselho, alta concentração de propriedade, dualidade do CEO, tamanho da empresa e tipo de indústria positivamente significativo.
Oh, Chang e Kim (2018)	Investigar como os mecanismos de governança corporativa trabalham para promover a RSC nas empresas.	1599 empresas de capital aberto dos EUA no período de 2004 a 2010.	Variável dependente: classificação de RSC <i>Kinder, Lydenberg, Domini Research and Analytics (KLD)</i>	<p>Variáveis Independentes: <i>free float</i>; independência do conselho; remuneração variável dos executivos.</p> <p>Variáveis de controle: Tamanho da empresa; idade da empresa; ROA; tamanho do conselho; alavancagem; índice de liquidez corrente; empresas familiares; idade média dos executivos.</p>	O tamanho da empresa, a idade da firma, a independência do conselho, a remuneração variável dos executivos e a alavancagem foram positivamente significativas, já idade média dos executivos, o <i>free float</i> foram negativamente significativa.
Mohamed et al. (2018)	Investigar os efeitos da cultura nacional e da governança corporativa na divulgação do relatórios de RSC.	203 empresas listadas na China, Malásia, Índia e Reino Unido	Variável dependente: indicador construído pelo autor. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 65	<p>Variáveis Independentes: composição do conselho; tamanho do conselho; existência de um comitê de RSC; participação do governo na empresa;</p> <p>Variáveis de Controle: auditoria Big-4; tamanho da empresa.</p>	Propriedade do governo; comitê de RSC positiva; auditor Big 4 são associados de forma positiva e significativa
Garas e Elmassah (2018)	Analisar o impacto da governança corporativa nas divulgações de RSC.	147 empresas dos países do Conselho de Cooperação do Golfo (CCG) de 2007 a 2012	Variável dependente: Índice ambiental, social e de governança (ESG) pan-árabe da S&P de <i>Hawkamah</i> (2012)	<p>Variáveis Independentes: Independência do conselho; propriedade da administração; concentração de propriedade; dualidade do CEO; independência do comitê de auditoria.</p> <p>Variáveis de Controle: tamanho da empresa; idade da empresa; alavancagem e ROA.</p>	A propriedade da administração, a concentração de propriedade, a Independência do conselho, a dualidade do CEO, a independência do comitê de auditoria e o tamanho da empresa foram positivamente significativas. Já o ROA foi negativamente significativo.

ESTUDOS NACIONAIS					
Bomfim, Teixeira e Monte (2015)	Verificar a relação entre o <i>disclosure</i> da sustentabilidade com as características de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto.	76 empresas listadas no IBRX-100 de 2009 a 2011	Variável dependente: indicador RSC baseado na literatura. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 88	Variáveis Independentes: dualidade do CEO; nível de governança corporativa; comitê de sustentabilidade; diretores independentes; participação de membros da comunidade no conselho de administração; <i>board interlockin</i> e propriedade familiar. Variáveis de controle: tamanho da empresa, idade da firma; ROE	A idade da firma, a propriedade familiar, participação de membros da comunidade no conselho de administração; diretores independentes e tamanho da empresa foram positivamente significativas.
Gomes et al. (2015)	Investigar a relação entre as características econômico-financeiras das empresas e os respectivos níveis de <i>disclosure</i> voluntário de informações de sustentabilidade.	93 empresas de capital aberto dos quatro países do BRICs – Brasil, Rússia, Índia e China em 2010	Variável dependente: Elaboradas de acordo com os indicadores GRI.	Variáveis Independentes: ROE; Tamanho da empresa; Q de Tobin; alavancagem; impacto da atividade no meio ambiente; Índice de Desenvolvimento Humano (IDH);	Em relação a aderência ao modelo GRI o Q de Tobin e o tamanho da firma foram negativamente significativos, já o país de origem da empresa foi positivamente significativo. Em relação ao <i>disclosure</i> ambiental, econômico, social e de sustentabilidade o Q de Tobin e o tamanho da empresa foram positivamente significativo, já a alavancagem e o país de origem foram negativamente significativo.
Almeida, Silva e Oliveira (2016)	Investigar a influência de aspectos do ambiente institucional, no qual os bancos brasileiros se inserem, na divulgação de informações de Responsabilidade Social Corporativa (RSC)	25 bancos brasileiros em 2014	Variável dependente: <i>check list</i> extraído do Guia de Indicadores de Responsabilidade Corporativa da ONU. Técnica: Análise de Conteúdo dos relatórios de sustentabilidade. Número de itens de verificação: 23	Variáveis Independentes: banco público, privado estrangeiro ou privado nacional; banco listado na B3 ou não; segmento operacional da instituição bancária. Variáveis de controle: tamanho da empresa; ROE.	A listagem em bolsa e o tamanho da firma foram positivamente significativos, já o segmento institucional “atacado” foi negativamente significativo.

Fonte: Elaborado pela autora.

Portanto, a presente pesquisa é baseada nos estudos citados anteriormente no que tange a escolha das variáveis independentes e de controle e a elaboração do índice de divulgação socioambiental. Porém, se diferencia dos estudos supracitados no que se refere à amostra, ao período e a abordagem metodológica, pois primeiramente, por meio de um modelo de probabilidade, busca verificar como as características de governança corporativa influenciam na decisão da empresa de elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade. Posteriormente, após analisado os fatores que levam a empresa a fazer o relatório, é verificado como as características de governança afetam o nível de divulgação de informações socioambientais.

Além disso, baseando-se no estudo de Liu e Zhang (2017), que diz que empresas com maior impacto ambiental tendem a divulgar mais informações socioambientais devido a maior pressão dos *stakeholders* e o maior risco de perda de legitimidade, este estudo insere uma *dummy* para capturar o efeito das empresas potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos naturais definidas pela Lei 10.165/2000. Portanto, como algumas empresas devem divulgar mais informações que outras, devido sua atividade fim, o objetivo dessa variável é melhorar a especificação do modelo e verificar se as empresas enquadradas nos setores da Lei 10.165/2000 divulgam mais informações.

3. METODOLOGIA

A metodologia tem como objetivo “o aperfeiçoamento dos procedimentos e critérios utilizados na pesquisa. Por sua vez, método é o caminho para se chegar a determinado fim ou objetivo” (Martins & Theóphilo, 2009, p. 103). Dessa forma, para verificar a influência das características da governança corporativa na divulgação socioambiental, utilizou-se um conjunto de procedimentos.

De acordo com Healy e Palepu (2001), uma das maiores limitações de estudos com divulgação voluntária é a dificuldade de medi-la. Os estudos que visam medir o nível de divulgação de RSC tendem a utilizar diferentes formas de mensuração, tais como indicadores prontos fornecidos por agências de classificação de risco (Johnson & Greening, 1999; Barnea & Rubin, 2010; Bear, Rahman, & Post, 2010; Choi et al., 2013; Giannarakis, 2014; Farooq et al., 2015; Oh et al., 2018; Garas & Elmassah, 2018). Outra forma de medir o *disclosure* voluntário é por meio da contagens de palavras ou páginas (Haniffa & Cooke, 2005; Li, Pike & Haniffa, 2008; Kothari, Xu & Short, 2009). No entanto, essas pontuações de quantidade dizem pouco sobre a qualidade e abrangência da divulgação (Hasseldine, Salama & Toms, 2005). O pesquisador pode ainda construir a própria métrica (Said et al., 2009; Khan et al., 2013; Jizi et al., 2014; Habbash, 2016; Javaid et al., 2016; Ika et al., 2017; Liu & Zhang, 2017; Dias et al., 2017; Mohamed et al., 2018).

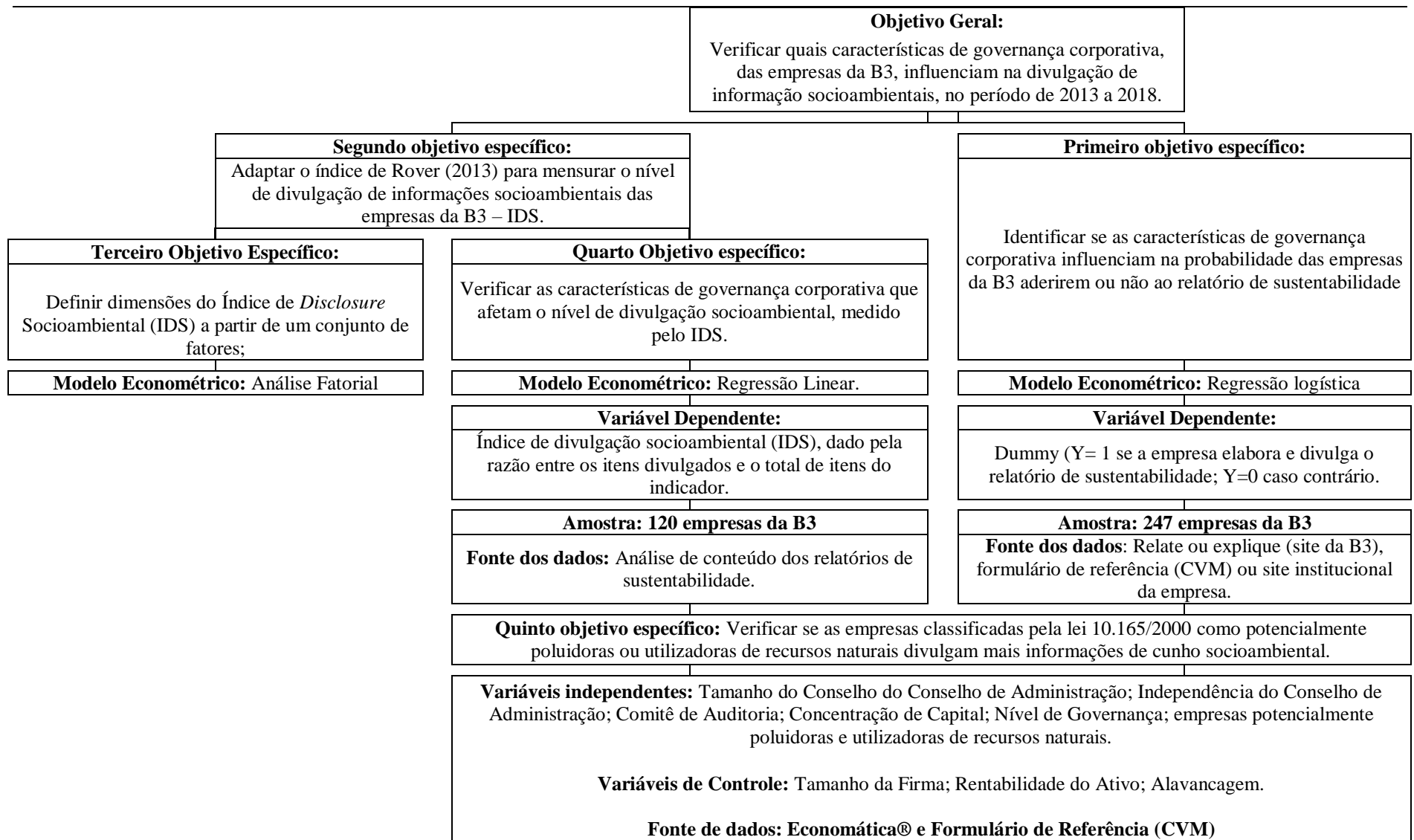
Healy e Palepu (2001) destacam que estudos com medidas de divulgação voluntária autoconstruídas, aumentam a confiança de que a medida realmente capture o que é pretendido. No entanto, na medida em que a construção das métricas envolve julgamento por parte do pesquisador, os resultados podem ser difíceis de replicar. Dessa forma, com o intuito de minimizar problemas como erro de classificação ou de penalização de empresas, dado a dificuldade de construir uma métrica que se aplique a diversos setores utilizou-se uma métrica baseada nos diversos itens de verificação de divulgação socioambiental que aparecem nos estudos de Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Rover (2013), Jizi et al. (2014), Rover, Murcia e Souza (2015), Bomfim et al. (2015), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Mohamed et al. (2018), e nas diretrizes G4 da GRI (2013).

Além de utilizar uma métrica baseada em diversos estudos, utilizou-se uma variável para capturar casos em que as empresas, teoricamente, divulgam mais informações, devido sua atividade fim ser mais poluidora ou utilizadora de recursos naturais. O objetivo é minimizar a penalização de empresas, dado que a divulgação de uma mineradora tende a ser

maior que uma empresa varejista e verificar se empresas com potencial de danos ambientais maiores divulgam mais informações. Assim, baseando-se na classificação da Lei 10.165/2000 de setores potencialmente poluidores e utilizadores de recursos naturais inseriu-se uma *dummy* nos modelos de regressão.

Outro procedimento adotado para realizar uma análise mais completa foi verificar, por meio de uma regressão logística, se as características de governança corporativa influenciam na probabilidade das empresas decidirem elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade. Assim, além de verificar o nível de divulgação, buscou-se também compreender os fatores da governança corporativa que levam as empresas a decidirem elaborar o relatório de sustentabilidade, dado que o mesmo é voluntário. Dessa forma, a metodologia é dividida da seguinte forma: (i) Caracterização da pesquisa; (ii) fonte de dados; (iii) amostra (iv) Variáveis; e (v) modelos econométricos. A Figura 9 esquematiza o os procedimentos metodológicos.

Figura 9: Procedimentos metodológicos



Fonte: Elaborado pela autora.

3.1. Caracterização da pesquisa

O pesquisador deve seguir um processo formal para realizar seu estudo. Dentre as partes desse processo, a classificação metodológica contribui para melhor compreensão da pesquisa. Assim, o método científico consiste em um conjunto de regras ou procedimentos empregados na investigação científica (Martins & Theóphilo, 2009).

Quanto aos objetivos pretendidos, esta pesquisa classifica-se como descritiva. Os estudos descritivos medem, avaliam ou coletam dados sobre variados aspectos, dimensões ou componentes que estão sendo pesquisados (Sampieri, Collado & Lucio, 2006). Para Vergara (2005), os estudos descritivos expõem características de determinada amostra. Assim, a presente pesquisa é descritiva, pois busca por meio dos dados e características de governança corporativa descrever os fenômenos que ocorrem com a divulgação socioambiental.

Com relação aos procedimentos, esta pesquisa classifica-se como documental. A pesquisa documental “vale-se de documentos originais, que ainda não receberam tratamento analítico. [...] é uma das técnicas decisivas para a pesquisa em ciências sociais e humanas” (Helder, 2006, p. 1). Assim, o estudo utiliza os relatórios de sustentabilidade que ainda não receberam tratamento analítico para mensurar o nível de divulgação socioambiental.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa é quantitativa. Essa classificação se deu pela utilização de procedimentos estatísticos e econométricos para alcançar os objetivos. Na abordagem quantitativa os dados levantados são organizados, sumarizados, caracterizados e interpretados por meio da aplicação de métodos e técnicas estatísticas (Martins & Theóphilo, 2009).

O estudo é também qualitativo, visto que utiliza a análise de conteúdo dos relatórios de sustentabilidade para mensurar o nível de divulgação socioambiental. De acordo com Abbot e Monsen (1979, p. 502), pode ser definida como “uma técnica de coleta de dados que consiste em codificar informações qualitativas em forma anedótica e literária em categorias, a fim de derivar escalas quantitativas de níveis variados de complexidade”.

3.2. Fonte de Dados

O período de análise foi de 2013 a 2018, pois a partir de 2012, a B3 iniciou o “Relate ou Explique” para incentivar a divulgação de relatórios de sustentabilidade. Dessa forma, a partir de 2013, houve uma maior adesão das empresas ao relatório de sustentabilidade. O número de publicações, em 2012, era de 21% das empresas, em 2013 foi para 36% e chegou a

37% em 2018, conforme demonstrado na Figura 7, do item 2.3.2. Assim, esse período é adotado pelo fato de haver uma crescente preocupação em elaborar o relatório de sustentabilidade e divulgá-lo ou explicar por que não o faz, permitindo assim uma amostra maior amostra de empresas que se preocupam com a divulgação de informações socioambientais.

Os dados referentes à variável dependente *disclosure* socioambiental foram extraídos, por meio de análise de conteúdo, dos relatórios de sustentabilidade disponibilizados pelas organizações. Já em relação ao modelo *logit* a identificação da presença ou ausência do relatório de sustentabilidade foi feita por meio de consulta ao site da B3 (relate ou explique), formulário de referência ou site institucional da empresa. As variáveis independentes relacionadas à governança corporativa, tais como tamanho e independência do conselho de administração e comitê de auditoria foram extraídas dos formulários de referência encontrados no site da CVM. Já as variáveis financeiras foram obtidas no *software* Economática®.

A Figura 10 apresenta, de forma resumida, as principais fontes utilizadas para obtenção de dados.

Figura 10: Fonte de dados.

Fonte de dados	
Variáveis	Fonte de Dados
Relatórios de sustentabilidade	Site institucional das empresas
Índice de <i>Disclosure</i> Socioambiental (IDS)	Relatórios de sustentabilidade
Tamanho do Conselho de Administração (TCA)	Formulário de Referência
Independência do Conselho de Administração (IC)	Formulário de Referência
Comitê de Auditoria (AUDIT)	Formulário de Referência
Concentração de capital (CC)	Economática
Nível de Governança (NG)	Site da B3
PPURN	Classificação da Lei 10.165/2000
Tamanho (TAM)	Economática
Rentabilidade do Ativo (ROA)	Economática
Alavancagem (ALAV)	Economática

Fonte: elaborado pela autora.

3.3. Amostra

Para obter o maior número possível de relatórios de sustentabilidade utilizou-se ou painel desbalanceado, visto que, algumas empresas não publicam o relatório todos os anos e algumas instituições podem abrir ou fechar seu capital no decorrer do período. Assim, a população extraída do Economática era constituída por 597 empresas listadas no período de

2013 a 2018. Destas foram excluídas 181 instituições financeiras (bancos, seguradoras, previdência privada ou particular, administração de empresas e empreendimentos) por apresentarem dados contábeis diferenciados e seguirem recomendações específicas da CVM e do BACEN.

Além das empresas financeiras, foram excluídas as empresas com dados faltantes ou informações incompletas para cálculo ou obtenção das variáveis (167). Para detecção e exclusão de *outliers*, em um conjunto de dados multivariados, foi utilizado o método *Blocked Adaptive Computationally Efficient Outlier Nominators* (BACON) desenvolvido por Billor, Hadi e Velleman (2000). Assim, foram excluídas duas empresa por serem consideradas *outliers*. Essas exclusões objetivam calcular as vaiáveis conforme a literatura e gerar maior comparabilidade dos dados.

Dessa forma, a amostra final é composta por 247 empresas, conforme demonstrado na Tabela 1.

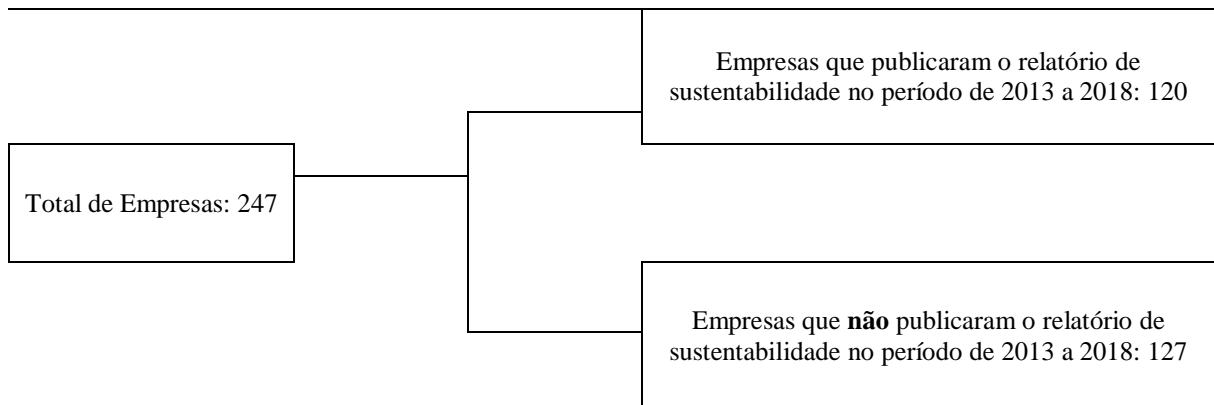
Tabela 1: Amostra – 2013 a 2018

Amostra - 2013 a 2018	
População	597
(-) Instituições financeiras	(181)
(-)Empresas com dados faltantes	(167)
(-) <i>Outliers</i>	(2)
(=) Amostra Final	247

Fonte: Elaborado pela autora.

Para execução do primeiro objetivo específico, que consistiu em verificar se as características de governança corporativa influenciam na probabilidade das empresas da B3 aderirem ou não ao relatório de sustentabilidade, foram utilizadas todas as empresas da amostra final, ou seja, 247. Assim, foi atribuído o valor de 1 (um) para aquelas empresas que divulgaram o relatório de sustentabilidade e 0 (zero) caso contrário.

Para execução do quarto objetivo específico que consistiu em verificar se as características de governança corporativa afetaram o nível de divulgação socioambiental das empresas da B3, utilizaram-se apenas as empresas que publicaram o relatório de sustentabilidade. Afinal, o nível de divulgação socioambiental é calculado por meio de um índice construído com informações extraídas dos relatórios de sustentabilidade. Assim, a amostra foi constituída por 120 empresas, conforme demonstrado na Figura 11.

Figura 11: Número de empresas que divulgaram o relatório de sustentabilidade no período de 2013 a 2018.

Fonte: elaborado pela autora.

A amostra do estudo, conforme demonstrado pela Tabela 2, foi composta por dez setores que são: bens industriais, consumo cíclico, consumo não cíclico, materiais básicos, petróleo, saúde, tecnologia da informação, telecomunicações, utilidade pública e outros. Além disso, a amostra foi composta por sete segmentos de listagem: balcão organizado, Bovespa Mais, Bovespa Mais 2, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional.

Tabela 2: Composição da amostra – Setor e Nível de Governança

Setores	Amostra Completa	Empresas que divulgam o relatório de sustentabilidade
Bens Industriais	51	23
Consumo Cíclico	68	16
Consumo não Cíclico	20	13
Materiais Básicos	25	13
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6	3
Saúde	16	5
Tecnologia da Informação	7	3
Telecomunicações	5	4
Utilidade Pública	46	40
Outros	3	-

Nível de Governança	Amostra Completa	Empresas que divulgam o relatório de sustentabilidade
Bovespa Mais	15	2
Nível 1	18	14
Nível 2	14	12
Novo Mercado	106	60
Tradicional	94	32

Fonte: Elaborado pela autora.

3.3. Variáveis

Em um modelo de regressão, as variáveis explicativas buscam prever, descrever ou verificar o comportamento da variável dependente, dado determinadas circunstâncias. Assim, para verificar como as características de governança corporativa afetam a divulgação de informações socioambientais foi utilizada uma variável dependente binária, no modelo de regressão logística e um indicador construído para mensurar o nível de divulgação, no modelo de regressão linear. As variáveis explicativas e de controle foram escolhidas de acordo com a literatura pertinente ao tema.

3.3.1. Variáveis Dependentes

Primeiro Objetivo Específico: Verificar se as características de governança corporativa influenciam na probabilidade das empresas da B3 aderirem ou não ao relatório de sustentabilidade.

Para verificar o efeito das características de governança na decisão de divulgação do relatório de sustentabilidade, utilizou-se um modelo de regressão logística. A variável dependente desse modelo, consistiu em uma *proxy* binária, ou seja, assume valor 1 se um determinado evento ocorrer e 0 caso contrário. A divulgação ou não do relatório de sustentabilidade foi utilizada como métrica de divulgação socioambiental nos estudos de Rover (2013), Frias, Rodríguez e Garcia (2014), Marques (2016), Ricardo, Barcellos e Bortolon, (2017).

A análise sob a perspectiva de elaborar ou não o relatório de sustentabilidade é feita, pois esta decisão envolve um conjunto de fatores relacionados a custos, disponibilidade, interesse da administração e estrutura de governança corporativa. Assim, primeiramente foi analisado quais características de governança afetem a decisão de elaboração e divulgação do relatório e, posteriormente, qual o nível de divulgação desses documentos. Dessa forma, o modelo *logit* possui como variável dependente uma binária que assume valor 1 quando o relatório de sustentabilidade é divulgado e 0 caso contrário.

$Y_{it} = 1 \rightarrow$ Empresa divulga o relatório de sustentabilidade.
$Y_{it} = 0 \rightarrow$ Empresa não divulga o relatório de sustentabilidade

Segundo Objetivo específico: Adaptar o índice de Rover (2013) para mensurar o nível de divulgação de informações socioambientais das empresas da B3.

A variável dependente do modelo, denominada de Índice de *Disclosure* socioambiental (IDS) foi extraída dos estudos de Rover (2013), Rover e Santos (2014) e Rover et al. (2015) e adaptada, no que se refere aos itens do indicador, de acordo com os estudos de Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Jizi et al. (2014), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Mohamed et al. (2018), Bomfim et al. (2015) e nas diretrizes G4 da GRI (2013). Dos estudos de Rover (2013), Rover e Santos (2014) e Rover et al. (2015), foram extraídas a estrutura do indicador e boa parte dos itens. No entanto, alguns itens não se aplicavam ao objetivo dessa pesquisa, tais como os itens relacionados à divulgação de informações socioambientais nas demonstrações financeiras, pois o foco do estudo foram os relatórios de sustentabilidade. Assim, foram feitas modificações incluindo itens que não estavam no indicador de Rover (2013), Rover e Santos (2014) e Rover et al. (2015), mas estavam presentes nos estudos supracitados.

A técnica utilizada para coletar os dados do indicador foi análise de conteúdo empregada também nos estudos de Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Rover (2013), Jizi et al. (2014), Rover et al. (2015), Bomfim et al. (2015), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Mohamed et al. (2018). De acordo com Branco e Rodrigues (2008) e Krippendorff (2013), a análise de conteúdo é uma abordagem confiável e válida para medir a quantidade e a qualidade da divulgação. Sendo assim, o indicador é composto por 85 itens de verificação socioambiental. Para cada item divulgado foi atribuído o valor de 1 (um) e 0 (zero) caso contrário. Por fim, soma-se o valor obtido pela empresa i no período t e divide-se pelo total de itens do indicador, ou seja 85.

$$IDS_{it} = \frac{\sum(\text{social, ambiental} = 1)_{it}}{85} \quad (1)$$

A Figura 12 traz o 85 itens de verificação socioambiental, segregados em 9 categorias.

Figura 12: Índice de *Disclosure* socioambiental (IDS)

Métrica para análise do <i>disclosure</i> voluntário Socioambiental.	
Categorias	Subcategorias
Comunidade	Combate à corrupção
	Engajamento e relacionamento com <i>stakeholders</i>
	Canais de comunicação com a sociedade
	Ações e programas sociais.
	Investimentos e Dispêndios sociais
	Impacto nas comunidades locais.
	Desenvolvimento das comunidades locais
	Trabalhos voluntários
	Incentivos fiscais
	Combate ao trabalho infantil
Produtos, serviços e consumidores.	Programas de Qualidade - ISOs 9.000 e 9.001
	Gestão de qualidade
	Consulta à satisfação dos clientes
	Relacionamento, avaliação e gestão dos fornecedores.
	Pesquisa e desenvolvimento
Diversidade	Diversidade e igualdade entre os colaboradores
	Colaboradores por gênero
	Colaboradores por raça
	Colaboradores por idade
	Colaboradores por categorias funcionais
	Colaboradores por região
	Remuneração entre homens e mulheres
	Remuneração dos membros - Fixas e variável
	Licença maternidade e paternidade
	Colaboradores temporários, jovem aprendiz, estagiários e terceirizados.
Relações com colaboradores	Acidentes com colaboradores
	Saúde e segurança do trabalho
	OHSAS 18001
	Sindicatos e negociação coletiva
	Reclamações e indenizações trabalhistas
	Comissão Interna de Prevenção de Acidentes (CIPA)
	Lesões, absenteísmo, óbitos, doenças ocupacionais e dias perdidos.
	Remuneração e benefícios
	Contratações
	Demissões
	Rotatividade
	Compromisso com direitos humanos
	Treinamentos e capacitação
Conformidade Socioambiental	Prêmios e reconhecimentos
	Multas e sanções
	Indenizações
	Denúncias

	Queixas e reclamações
	Processos administrativos, ações judiciais e autos de infração.
	Gestão de riscos
	Adesão aos objetivos de desenvolvimento sustentável
	Comitê de sustentabilidade
Recursos hídricos e energéticos	Reutilização, tratamento ou reciclagem da água.
	Descarte de água e efluentes
	Qualidade da água
	Eficiência hídrica e energética
	Redução do consumo de água e energia
	Consumo de água e energia
	Utilização de Combustíveis Fósseis
	Utilização de recursos renováveis
	Utilização de recursos não renováveis
	Consumo de combustíveis
	Recursos energéticos por fonte (hidráulica, carvão, biomassa, eólica solar)
Biodiversidade	Impactos na Biodiversidade
	Preservação da biodiversidade
	Habitats protegidos ou restaurados
	Reflorestamento
	Áreas degradadas
	Recuperação de áreas degradadas
	Preservação da fauna e flora
Gestão Ambiental	Políticas ambientais
	Gestão ambiental
	Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)
	Apresentação do Balanço social
	Certificados e licenças ambientais
	ISO 14.000 e 14.001
Impactos ambientais	Emissão de Gases de efeito estufa
	Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL)
	Certificado de Emissão Reduzida (CER)
	Participação no Índice Carbono Eficiente (ICO2)
	Impactos ambientais
	Redução dos impactos ambientais
	Programas de Gestão de resíduos
	Destinação de resíduos
	Resíduos sólidos e não sólidos
	Resíduos perigosos
	Resíduos não perigosos
	Tratamento, recuperação, reciclagem ou reutilização de resíduos.
	Vazamentos e derramamentos
	Investimentos e gastos ambientais

Fonte: Rover (2013), Rover e Santos (2014) e Rover et al. (2015), Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Jizi et al. (2014), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Mohamed et al. (2018), Bomfim et al. (2015); diretrizes G4 da GRI (2013)

Para validar a consistência do índice foi utilizado o *Alpha* de *Cronbach* (Botosan 1997; Gul & Leung, 2004; Khan et al., 2013, Rover, 2013). A consistência interna refere-se ao grau em que os itens em um teste medem o mesmo construto. Ou seja, *Alpha* de *Cronbach* é a média das correlações entre os itens que fazem parte de um instrumento, a Equação 2 demonstra sua forma de cálculo.

$$\alpha = \frac{k}{k-1} \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^k S_i^2}{S_{soma}^2} \right), \text{ em que } S^2 \text{ é a variância é dada por: } S^2 = \frac{\sum(x - \bar{x})}{n} \quad (2)$$

Legenda:

k = número de itens do índice

n = número de empresas

s_i^2 é a variância dos n escores das empresas a i -ésimo item ($i = 1, \dots, k$)

s_{soma}^2 é a variância dos totais T_j ($j = 1, 2, \dots, n$) de escores de cada empresa.

A Tabela 3 mostra os valores que o *Alpha* de *Cronbach* deve assumir, sendo que valores acima de 0,6 indica que a consistência interna está adequada.

Tabela 3: Parâmetros de consistência interna do índice

Valor do Alfa (α)	Consistência Interna
Maior do que 0,80	Quase Perfeita
De 0,80 a 0,61	Substancial
De 0,60 a 0,41	Moderado
De 0,40 a 0,21	Razoável
Menos do que 0,21	Pequeno

Fonte: Landis e Koch (1977)

3.3.2. Variáveis Independentes

Para explicar as variáveis dependentes, ou seja, verificar quais características de governança corporativa afetam a divulgação socioambiental foram extraídas da literatura, a respeito da temática, aquelas variáveis que se apresentaram mais relevantes. Além das variáveis independentes, foram selecionadas algumas variáveis de controle que possivelmente também causam efeito no nível de divulgação, todas as variáveis estão resumidas na Figura 13.

I. Tamanho do Conselho do Conselho de Administração (TCA_{it})

De acordo com Giannarakis (2014), Jizi et al. (2014), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Oh et al. (2018), Mohamed et al. (2018), o tamanho do conselho tem uma relação positiva com a divulgação de informações de RSC. Pois, apesar de conselhos menores serem mais eficientes (Ahmed, Hossain & Adams, 2006; Dey, 2008), existe a desvantagem de possuírem uma carga de trabalho mais alta o que pode limitar a capacidade de monitoramento do conselho (John & Senbet, 1998). Além disso, conselhos menores podem utilizar uma gama de especialização dos membros menos diversificada, o que pode impactar na qualidade do aconselhamento e monitoramento oferecidos (Guest, 2009). Assim, com uma maior sobrecarga de trabalho e com uma menor diversificação de especializações entre os membros do conselho as atividades de RSC podem ficar em segundo plano. Essa variável foi empregada nos estudos de Said et al. (2009), Jizi et al. (2014), Giannarakis (2014), Kaymak e Bektas (2017), Dias et al. (2017), Oh et al. (2018) e Mohamed et al. (2018).

$$Tamanho\ do\ Conselho_{it} = \sum n^{\circ}\ de\ membros\ do\ conselho\ de\ administração_{it} \quad (3)$$

Hipótese₁ = O tamanho do conselho de administração possui relação positiva com a divulgação socioambiental.

II. Independência do Conselho de Administração (IC_{it})

De acordo com Fama e Jensen (1983), quanto maior o número de membros independentes mais fácil é controlar o CEO e mais eficaz é a administração. A independência do conselho é uma ferramenta para monitorar o comportamento gerencial e promover a transparência, resultando em uma maior divulgação voluntária das informações corporativas (Rosenstein & Wyatt, 1990). De acordo com Forker (1992), uma porcentagem maior de conselheiros independentes melhora o monitoramento da qualidade da divulgação financeira e reduz os benefícios da retenção de informações. Essa variável foi empregada nos estudos de Said et al. (2009), Jizi et al. (2014), Habbash (2016), Kaymak e Bektas (2017), Dias et al. (2017), Oh et al. (2018) e Garas e Elmassah (2018)

$$\text{Independência do conselho}_{it} = \frac{\sum \text{Membros independentes}_{it}}{\text{Total de membros do conselho de administração}} \quad (4)$$

Hipótese₂ = A independência do conselho de administração possui relação positiva com divulgação socioambiental.

III. Comitê de Auditoria (AUDIT_{it})

Os comitês de auditoria debatem e aprovam políticas contábeis, portanto, devem influenciar a abordagem da empresa em relação a relatórios financeiros e divulgação voluntária (Khan et al., 2013). De acordo com Pomeroy e Thornton (2008), existe uma relação positiva entre a existência de comitês de auditoria e a qualidade dos relatórios financeiros em economias emergentes. Além disso, a existência de um comitê de auditoria está relacionada a uma maior extensão da divulgação voluntária (Ho & Wong, 2001; Bliss & Balachandran, 2003). A teoria da agência sugere que os comitês de auditoria podem melhorar a confiabilidade dos relatórios corporativos e, assim, reduzir a assimetria de informações entre a administração, investidores externos e outras partes interessadas (McMullen, 1996). Essa variável foi empregada nos estudos de Bomfim et al. (2015), Habbash (2016), Kaymak e Bektas (2017), Dias et. al. (2017) e Garas e Elmassah (2018).

$$\text{Comitê de Auditoria}_{it} = \text{Dummy (1 = presença de comitê; 0 = caso contrário)}_{it} \quad (5)$$

Hipótese₃ = A presença de Comitê de Auditoria possui relação positiva com a divulgação socioambiental.

IV. Concentração de Capital (CC_{it})

A propriedade concentrada permite que os gerentes dominem a empresa e decidam sobre as estratégias e políticas organizacionais. A concentração de capital pode fazer com que a empresa não invista em atividades socialmente responsáveis, visto que esta é menos voltada para o ambiente externo, logo os custos com investimento em atividades socioambientais podem superar os benefícios potenciais (Ghazali, 2007). Assim, menos informações de RSC podem ser esperadas de empresas administradas por proprietários ou com grande concentração de capital (Ghazali, 2007; Oh, Chang, & Martynov, 2011). De acordo com Leal, Silva e Valadares (2002), a concentração de capital no Brasil, gira em

torno, dos três maiores acionistas, assim para medir a concentração de capital foi utilizado o percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas. A variável de concentração de propriedade foi utilizada nos estudos de Said et al. (2009), Choi et al. (2013), Ika et al. (2017), Dias et al. (2017) e Garas e Elmassah (2018).

Três Maiores Acionistas_{it} = % de ações detidas pelos três maiores acionistas_{it} (6)

Hipótese₄ = A concentração de capital possui relação negativa com a divulgação socioambiental.

V. Nível de Governança (NG_{it})

As boas práticas de governança visam reduzir a assimetria informacional. Uma das formas de mitigar possíveis conflitos informacionais entre o principal e o agente seria por meio do *disclosure* (Bomfim et al., 2015). De acordo com Adams (2002), a adoção de boas práticas de governança pode aumentar a divulgação de informações socioambientais. Para Iatrides (2013), a qualidade das informações socioambientais é influenciada pelo nível de governança. Assim, espera-se que as empresas que estão em algum dos níveis de governança corporativa da B3, tais como Novo mercado, nível 1, nível 2 e Bovespa mais, tenha uma maior preocupação de divulgar informações socioambientais. Essa variável foi empregada no estudo de Bomfim et al. (2015).

Nível de governança_{it} = Dummy($\begin{matrix} 1 = \text{lista da em algum nível de governança;} \\ 0 = \text{Caso contrário} \end{matrix}$)_{it} (7)

Hipótese₅ = O nível de governança possui relação positiva com a divulgação da RSC.

VI. Potencial de Poluição e Utilização de Recursos Naturais (PPURN_{it}).

Os setores potencialmente poluidores ou utilizadores dos recursos naturais, tais como, indústria extrativista, de papel, mineração, dentre outros, sofrem maiores pressões das partes interessadas para minimização de danos e para recuperação do meio ambiente. Diante disso, a RSC cria um vínculo entre empresas e *stakeholders* (Liu & Zhang, 2017). Assim, a divulgação de RSC, no longo prazo, é útil para melhorar a reputação corporativa e para promover o desenvolvimento sustentável da empresa (Liu & Zhang, 2017).

De acordo com Song e Zhou (2015), os principais problemas a respeito do *disclosure* da RSC estão relacionados com a falta de consciência sobre sua importância, a níveis desiguais de divulgação, a falta de iniciativa e pontualidade. Esses problemas são ainda mais prejudiciais quando se trata de empresas com maiores chances de degradação ambiental, pois a falta de informação para a sociedade impede que medidas preventivas sejam tomadas ou mesmo que haja uma maior cobrança por parte dos *stakeholders*. De acordo com o levantamento da KPMG (2005), em diversos países do mundo, setores com maiores impactos ambientais tendem a divulgar mais informações socioambientais.

$$PPGU_{it} =$$

Dummy (1 = a empresa se enquadra em alguma categoria da Lei 10.165 de 2000;
0 = Caso contrário) (8)

Hipótese₆ = As empresas enquadradas nas categorias da Lei 10.165/2000 possuem uma relação positiva com a divulgação socioambiental.

3.3.3. Variáveis de Controle

I. Tamanho da Firma (TAM_{it})

Empresas maiores tendem a ser mais visíveis e receber mais atenção dos *stakeholders*. Assim, elas publicam mais informações de RSC para legitimar suas iniciativas (Cowen, Ferreri & Parker, 1987). Para Mohd e Ghazali (2007), empresas grandes usam as divulgações anuais de RSC como um meio de melhorar sua reputação. Para medir o tamanho da empresa, Said et al. (2009), Khan et al. (2013) adotaram os ativos totais.

$$Tamanho\ da\ Firma_{it} = \ln AtivosTotais_{it} \quad (9)$$

II. Alavancagem (ALAV_{it})

De acordo com Andrikopoulos e Kriklani (2012), altos níveis de alavancagem financeira tendem a reduzir a extensão das divulgações, pois a preparação da divulgação voluntária é um procedimento dispendioso. Brammer e Pavelin (2008) afirmam que a

baixa alavancagem garante que os credores exercerão menos pressão para restringir a discricionariedade dos gestores sobre as iniciativas de RSC. A necessidade de gerar e reter caixa para atender a dívida, de empresas alavancadas, pode reduzir sua capacidade de financiar relatórios de RSC (Reverte, 2009; Barnea & Rubin 2010).

$$Alavancagem_{it} = \frac{Dívida\ Total_{it}}{Ativo\ Total_{it}} \quad (10)$$

III. Rentabilidade do Ativo (ROA_{it})

A teoria da agência sugere que empresas lucrativas fornecem informações mais detalhadas para apoiar suas próprias posições e acordos de compensação (Giner, 1997). A relação positiva entre a rentabilidade e a extensão da divulgação de RSC deve-se à liberdade e flexibilidade da administração em publicar mais iniciativas de RSC para os acionistas (Giannarakis, 2014). Empresas com bom desempenho financeiro, que possuem recursos excedentes, podem utiliza-los para se envolverem com atividades de RSC (Haniffa & Cooke, 2002, 2005; Lim, Matolcsy, & Chow, 2007; Arora & Dharwadkar, 2011).

$$ROA_{it} = \frac{Lucro\ Líquido_{it}}{Ativo\ Total\ Médio_{it}} \quad (11)$$

A Figura 13 traz todas as variáveis, as siglas, as fórmulas, os sinais esperados e a literatura relacionada utilizadas no estudo.

Figura 13: Resumo das variáveis.

Variável	Sigla	Fórmula	Literatura	
Variáveis Dependentes				
Relatórios de Sustentabilidade	RS	<i>Dummy</i> : 1 – publica o RS; 0 – caso contrário.	Rover (2013), Marques (2016), Ricardo et al. (2017) e Frias et al. (2014).	
Índice de <i>Disclosure</i> Socioambiental	(IDS)	$\sum(\text{social, ambiental})/85$	Rover (2013), Rover e Santos (2014) e Rover et al. (2015), Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Jizi et al. (2014), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Mohamed et al. (2018), Bomfim et al. (2015); diretrizes G4 da GRI (2013).	
Variável	Sigla	Fórmula	Sinal Esperado	Literatura
Variáveis Independentes				
Tamanho do Conselho de Administração	TCA _{it}	Nº de Membros	+	Said et al. (2009), Giannarakis (2014), Jizi et al. (2014), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Oh et al. (2018), Mohamed et al. (2018)
Independência do Conselho	IC _{it}	Membros Independentes/ total de membros	+	Said et al. (2009), Esa e Anum (2012), Khan et al. (2013), Jizi et al. (2014), Giannarakis (2014), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Kaymak e Bektas (2017), Dias et al. (2017), Mohamed et al. (2018), Bomfim et al. (2015)
Comitê de auditoria	AUDIT _{it}	<i>Dummy</i> : 1 - se houver comitê; 0 - caso contrário.	+	Khan et al. (2013), Dias et al. (2017)
Concentração de Capital	CC _{it}	% de ações detidas pelos 3 maiores acionistas.	-	Said et al. (2009), Liu e Zhang (2017), Hapsoro e Fadhilla (2017)
Nível de Governança	NG _{it}	<i>Dummy</i> : 1 – está em algum nível de governança; 0 - Caso contrário.	+	Sousa et al. (2008), Bomfim et al. (2015)
Potencial de Poluição.	PPURN _{it}	<i>Dummy</i> : 1 – se a empresa se enquadra em alguma categoria da Lei 10.165/2000; 0 – caso contrário.	+	Rover, Tomazzia, Murcia e Borba (2012).
Variáveis de Controle				
Tamanho da Firma	TAM _{it}	LnAtivosTotais	+	Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Farooq et al. (2015), Habbash (2016), Javaid et al. (2016), Liu e Zhang (2017), Bomfim et al. (2015), Almeida et al. (2016)
Rentabilidade do Ativo	ROA _{it}	Lucro Líquido/Ativo Total	+	Said et al. (2009), Khan et al. (2013), Choi et al. (2013), Jizi et al. (2014), Habbash (2016), Ika et al. (2017), Kaymak e Bektas (2017), Oh et al. (2018), Garas e Elmassah (2018)
Alavancagem	ALAV _{it}	Dívida Total/Ativo Total	-	Khan et al. (2013), Choi et al. (2013), Jizi et al. (2014), Giannarakis (2014), Farooq et al. (2015), Habbash (2016), Javaid et al. (2016); Liu e Zhang (2017), Garas e Elmassah (2018)

Fonte: Elaborado pela autora.

3.4. Estatística descritiva

A estatística descritiva busca descrever e avaliar o comportamento dos dados da amostra (Fávero et al., 2009). Diante disso, foram calculadas as médias, os desvios-padrão, o máximo e o mínimo das variáveis explicativas, com o objetivo de medir a variabilidade e identificar padrões nos dados. Para realizar os testes de diferença de médias, primeiramente, foi testada a normalidade dos dados, por meio de teste de Doornik-hansen. Este teste multivariado é baseado na assimetria da curtose e apresenta bom desempenho em amostras grandes (Doornik & Hansen, 2008).

O teste de diferença de média aplicado em amostras que possuem uma distribuição normal é o t de *student*. Caso os dados não sigam uma normalidade aplica-se os teste não paramétricos (Fávero et al., 2009). O teste não paramétrico de Kruskal-Wallis é utilizado para comparar três ou mais amostras. Já o teste de Mann-Whitney é aplicado para verificar diferenças em duas distribuições independentes (Fávero & Belfiore, 2014).

Para minimizar a discrepância dos dados das variáveis financeiras, foi empregada a técnica de *winsorização* de variáveis. Essa técnica consiste em gerar uma variável semelhante a anterior, porém com os valores extremos substituídos pelo do percentil imediatamente não superior (Hodge, & Austin, 2004). Os percentis adotados foram de 2,5% e 97,5%, ou seja, os valores extremos, inferior a 2,5% e superior a 97,5%, foram substituídos pelo valor do percentil.

Tal técnica foi aplicada apenas nas variáveis ROA e Alavancagem, pois as variáveis AUDIT, NG e PPURN são *dummies*, logo não há valores discrepantes. O tamanho da empresa está *logaritimizado* para minimizar a discrepância dos dados. E as variáveis de governança IC e CC são porcentagens que variam de 0 a 100, ou seja, não há valores muito extremos, bem como a variável TCA, que também não apresenta grandes variações. A Tabela 4 demonstra a estatística descritiva das variáveis antes e após a *winsorização*.

Tabela 4: Tratamento de *outliers* por meio da *winsorização* de variáveis.

Estatística Descritiva	ROA		ALAV	
Total de Observações	1373		1373	
% de observações <i>Wisorizadas</i>	4.22%		4.52%	
	<i>Winsorizada</i>	Original	<i>Winsorizada</i>	Original
Média	1.13	0.30	69.63	76.98
Desvio padrão	11.02	18.76	46.48	100.05
Mínimo	-63.77	-209.77	12.38	0.01
Máximo	21.25	139.62	295.75	1483.02

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme demonstrado na Tabela 4, a *winsorização* reduziu a discrepância dos dados evitando, assim, estimadores viesados e não confiáveis. Além disso, evita a perda de dados, pois, não a exclusão de empresas da amostra (Fonseca, 2011). Diante disso, todas as estimativas utilizam as variáveis financeiras *winsorizadas*.

3.5. Modelos Econométricos

Para analisar as informações do indicador elaborado (IDS) de forma mais concisa foi utilizada à análise fatorial. Posteriormente, para em verificar possíveis problemas de correlação entre as variáveis explicativas foi gerada a matriz de correlação de *Pearson*. Para responder ao primeiro objetivo específico da pesquisa foi gerado o modelo *logit*. Como forma de selecionar o modelo *logit* mais adequado foram estimados três painéis – *pooled*, efeito fixo e efeito aleatório. Para validar o modelo foi utilizado a Matriz de Classificação e a curva *Receiver Operating Characteristic* (ROC). Para responder o quarto objetivo específico foi gerada a regressão linear múltipla, nas formas *pooled*, efeito fixo e efeito aleatório para selecionar a mais adequada. Como forma de validação foram realizados teste de especificação, multicolineariedade, autocorrelação e heterocedasticidade.

O nível de significância adotado para todas as análises é de 5%. O programa estatístico utilizado para gerar todos os testes e resultados foi o *software STATA 12.0*.

3.5.1. Análise Fatorial

A análise fatorial objetiva resumir um conjunto de variáveis em um número menor, denominado de fator, que irá representar as características marcantes dos dados. Os fatores são constructos que resumem o conjunto de variáveis observadas em variáveis que não são diretamente observáveis (Hair, Black, Babin, Anderson & Tatham, 2009). Para Hair et al. (2009), a análise fatorial não é indicada quando se tem menos de 50 observações, para os autores o ideal é ter ao menos cinco vezes mais observações que o número de variáveis.

De acordo com Hair et. al. (2009), a matriz de correlação entre as variáveis deve haver um número substancial de correlações superiores a 0,30 para justificar a utilização da análise fatorial, caso contrário esta não é indicada. A análise fatorial parte do pressuposto que está correlação surge, pois determinadas variáveis estão relacionadas a um mesmo fator, assim o objetivo é identificar a partir das correlações quais são os fatores não observáveis derivados dos conjuntos de variáveis observáveis (Mingoti, 2005).

Além da matriz de correlações, a adequabilidade da análise fatorial é dada pela matriz anti-imagem, que consiste na matriz de correlações com os sinais invertidos. Espera-se que os valores fora da diagonal principal sejam baixos (Hair et. al., 2009). O teste de esfericidade de Bartlett testa, formalmente, se a matriz de correlações é estatisticamente igual a uma matriz identidade, o objetivo do teste é rejeitar a hipótese nula de que ambas as matrizes são equivalentes (Mingoti, 2005).

O Kayser Meyer Olkin (KMO) é um índice que compara correlações simples e parciais, o índice varia entre 1 e 0, sendo que quanto mais próximo de 1 mais adequado são os dados para análise fatorial (Hair et. al., 2009). A Tabela 5 traz a escala de Friel (2009) para auxiliar na interpretação do KMO.

Tabela 5: Escala de Friel - KMO

KMO	Adequabilidade
0.9 – 1.0	Excelente
0.8 - 0.89	Ótimo
0.7 - 0.79	Boa
0.6 - 0.69	Regular
0.5 - 0.59	Ruim
0.0 - 0.50	Inadequado

Fonte: Friel (2009)

O ajuste do modelo pode ser avaliado pela comunalidade, que consiste na proporção da variância de uma variável explicada pelos fatores incluídos no modelo. Quanto maior a comunalidade melhor o ajuste do modelo. Outra forma de avaliar o ajuste do modelo é por meio da matriz de resíduos, sendo que, quanto menor os resíduos melhor o ajuste (Hair et. Al, 2009).

A escolha do número de fatores deve ser feita com base na capacidade de interpretá-los. O critério de Kaiser de 1958 determina que apenas os fatores com autovalor acima de 1,0 devem ser considerados. O autovalor corresponde a quanto o fator consegue explicar da variância. Outra forma, de selecionar os fatores seria pela porcentagem da variância explicada (Hair et. al, 2009).

A interpretação dos fatores pode ser difícil quando os coeficientes (cargas fatoriais) são similares e com valores não são desprezíveis, ou seja, superiores a 0,3 (Hair et. Al, 2009). Diante disso, aplica-se a rotação dos fatores. Esse procedimento não altera a variância obtida, mas realiza um rearranjo dos fatores, fazendo com que cada variável possua carga alta em apenas um fator, facilitando assim a interpretação e seleção dos fatores (Mingoti, 2005).

3.5.2. Matriz de Correlação de Pearson

Para verificar possíveis correlações entre as variáveis explicativas do modelo, foi gerada a Matriz de correlação de Person, na qual o coeficiente ρ de Pearson varia de 1 a -1, sendo 1 perfeitamente correlacionada positivamente, -1 perfeitamente correlacionada negativamente. Sendo assim, quanto mais próximo de 1 (negativo ou positivo) maior a correlação entre duas variáveis. Caso o coeficiente de correlação entre duas variáveis explicativas seja alto, tem-se uma forte evidência do problema de multicolineariedade, logo as estimativas não serão precisas e confiáveis do ponto de vista estatístico (Gujarati & Porter, 2011). A Tabela 6 traz os parâmetros para verificar possíveis correlações entre as variáveis.

Tabela 6: Parâmetros para correlação de Pearson.

Valor Coeficiente (ρ)	Correlação
De 0.00 a 0.49	Fraca
De 0.5 a 0.69	Média
De 0.70 a 1.0	Forte

Fonte: Mukaka (2012)

3.5.3. Análise de Regressão Com Dados em painel

Nos dados em painel, a mesma unidade transversal, no caso, a empresa, é estudada ao longo do tempo. Assim, como o painel refere-se a indivíduos ao longo do tempo é natural à presença de heterogeneidade nessas unidades. Dessa forma, as técnicas de estimativas de dados em painel permite o controle dessa heterogeneidade individual. Dentre as vantagens dos dados em painel estão: o fornecimento de uma maior quantidade de informações, mais variabilidade, menos colinearidade, mais graus de liberdade e maior eficiência. Além disso, os dados em painel são mais adequados para estudar mudanças, detectam e medem melhor efeitos não observáveis (Gujarati & Porter, 2011).

Para selecionar o modelo que possua a melhor especificação e gere as melhores estimativas são gerados três painéis: o *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. O modelo de *pooled* pressupõe que tanto o intercepto quanto as inclinações são os mesmos, independentemente da unidade amostrada. Dessa forma, a estimação desconsidera as dimensões de tempo e espaço (Fávero, Belfiore, Silva e Chan, 2009).

No modelo de efeitos fixos, os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre as unidades, porém é invariante em relação ao tempo. O modelo de efeitos fixos é adequado a situações em que o intercepto de cada unidade pode estar correlacionado com um

ou mais regressores. Ou seja, os efeitos específicos não observáveis (c_i) são correlacionados com as variáveis do modelo (Gujarati & Porter, 2011).

O modelo de efeitos aleatórios é adequado quando o intercepto de cada unidade do corte transversal não é correlacionado com os regressores. Ou seja, os efeitos não observáveis (c_i) não são correlacionados com as variáveis do modelo (Gujarati & Porter, 2011).

3.5.3.1. Testes para escolha do Modelo de Regressão Logística

O modelo *logit* busca estimar a probabilidade de algo acontecer, ou seja, sua variável dependente é binária, de forma que p é a probabilidade do evento ocorrer e $(1-p)$ é a probabilidade de não ocorrer, assim, tem-se a razão de chance. No *logit* não há linearidade entre P tanto em relação às variáveis explicativas X 's quanto em relação aos parâmetros Betas (β 's), dessa forma, o modelo não pode ser estimado por MQO, e sim, pelo Método de Máxima Verossimilhança (Wooldridge, 2010). A Equação 12 traz a regressão logística empregada no estudo.

$$\left(\frac{P_{it}}{1 - P_{it}} \right) = \frac{P_{it}(Y = 1)}{P_{it}(Y = 0)} \quad (12)$$

$$= \beta_0 + \beta_1 TCA_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 Audit_{it} + \beta_4 CC_{it} + \beta_5 NG_{it} + \beta_6 PPGU_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 Alav_{it} + c_i + \varepsilon_{it}$$

Nota: $P_{it}(Y=1)$ = Probabilidade da empresa divulgar o relatório_{it}; $P_{it}(Y=0)$ = Probabilidade da empresa não divulgar o relatório_{it}; TCA_{it} = Tamanho do Conselho de Administração_{it}; IC_{it} = Independência do Conselho_{it}; $Audit_{it}$ = Comitê de auditoria_{it}; CC_{it} = Concentração de Capital_{it}; NG_{it} = Nível de Governança_{it}; $PPURN_{it}$ = Potencial de Poluição e Utilização de Recursos Naturais_{it}; TAM_{it} = Tamanho da Firma_{it}; ROA_{it} = Rentabilidade do Ativo_{it}; $Alav_{it}$ = Alavancagem_{it}; c_{it} = representa o efeito individual específico não observável, que não varia com o tempo, mas difere entre as unidades; ε_{it} = diz respeito ao erro usual da regressão, o qual varia com o tempo e com as unidades.

No Modelo *logit* em painel realiza-se o teste de razão de verossimilhança para testar, formalmente, o estimador *pooled* (H_0) versus o estimador em painel (H_a). O *Likelihood-ratio* ($\rho = 0$) igual à zero irá indicar que a variância do painel não é importante, e o estimador em painel não é diferente do estimador do modelo *pooled*. O teste de Hausman é realizado para decidir entre o painel de efeitos aleatórios (H_0) e efeitos fixos (H_1) (Greene, 2008).

Como os β 's são não lineares nos parâmetros, estes não possuem uma análise direta como no modelo de regressão linear. Dessa forma, o que se deve utilizar para análise é o

efeito marginal que consiste na derivada da variável dependente em relação à variável explicativa, ou seja, é a variação da probabilidade (Gujarati & Porter, 2011).

A medida de ajustamento global do modelo *logit* é o *Count R2*. No entanto, a avaliação principal de ajustamento do modelo *logit* consiste na análise da Matriz de Classificações do modelo estimado, ou também denominada de tabela de expectativa de predição. Essa matriz nos informa a sensibilidade, que consiste no percentual de acertos do modelo para valores de $Y=1$, e especificidade que é o percentual de acerto para valores de $Y=0$. Além dessas duas medidas. A tabela fornece a classificação geral do modelo (Gujarati & Porter, 2011).

Outra forma de validar o modelo *logit* é por meio da curva ROC que relaciona a sensibilidade e a especificidade do modelo estimado. Um modelo com nenhum poder preditivo teria a curva ROC como uma linha de 45° graus. Quanto maior o poder preditivo do modelo, maior a curva, e a área sob a curva é utilizada como uma medida de capacidade preditiva do modelo (Gujarati & Porter, 2011).

A Figura 14 traz os testes realizados para estimação do modelo de regressão logística, na qual p é o P-valor, que consiste no menor nível de significância que se rejeitaria hipótese nula.

Figura 14: Resumo dos procedimentos metodológicos do modelo *logit*

Teste	Hipótese	
<i>Likelihood-ratio</i>	H_0 – Pooled	caso, p – valor $> 0,05$
	H_a – painel	caso, p – valor $< 0,05$
Hausman	H_0 – Efeito aleatório	caso, p – valor $> 0,05$
	H_a – Efeito Fixo	caso, p – valor $< 0,05$
Validação	Matriz de classificação Curva ROC	

Fonte: Elaborado pela autora.

3.5.3.2. Testes para escolha do Modelo de Regressão linear

A Equação 13 traz o modelo de regressão linear empregado neste estudo.

$$IDS_{it} = \beta_0 + \beta_1 TCA_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 Audit_{it} + \beta_4 CC_{it} + \beta_5 NG_{it} + \beta_6 PPGU_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 Alav_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

Nota: IDS_{it} = Índice de *disclosure* socioambiental; TCA_{it} = Tamanho do Conselho de Administração; IC_{it} = Independência do Conselho; $Audit_{it}$ = Comitê de auditoria; CC_{it} = Concentração de Capital; NG_{it} = Nível de Governança; $PPURN_{it}$ = Potencial de Poluição e Utilização de Recursos Naturais; TAM_{it} = Tamanho da Firma; ROA_{it} = Rentabilidade do Ativo; $Alav_{it}$ = Alavancagem; c_i = representa o efeito individual específico não observável, que não varia com o tempo, mas difere entre as unidades; ε_{it} = diz respeito ao erro usual da regressão, o qual varia com o tempo e com as unidades.

Para selecionar o modelo com a melhor especificação entre o *pooled*, o painel de efeitos fixos e aleatórios foram realizados alguns testes. Para determinar qual modelo utilizar entre *pooled* (H_0) e efeitos fixos (H_a) utiliza-se o teste Chow. Segundo Baltagi (2005), este teste avalia se os efeitos individuais específicos não observáveis (c_i) são estatisticamente iguais à zero. Assim, a hipótese nula (H_0) é a não existência de efeitos individuais específicos e a alternativa (H_a) que esses efeitos são diferentes de zero.

Para selecionar entre o modelo *pooled* e o de efeitos aleatórios é realizado o teste do Multiplicador de Lagrange (ML) que foi desenvolvido por Breusch e Pagan (1980). A hipótese nula do teste consiste no modelo *pooled* e a hipótese alternativa que os efeitos aleatórios são mais adequados.

Por fim, para selecionar entre o modelo de efeitos fixos e efeitos aleatórios é realizado o teste de Hausman. Assim, se não há correlação entre c_i e as variáveis explicativas, o estimador de efeitos aleatórios é consistente e eficiente, já o estimador de efeitos fixos é consistente, mas não é eficiente. Caso o c_i esteja correlacionado com as variáveis, o estimador de efeitos fixos é consistente e eficiente, mas o de o efeitos aleatórios são não consistentes (Johnston, 2001). Assim, a hipótese nula do teste é modelo efeitos aleatórios e a alternativa é o modelo de efeitos fixos.

Depois de selecionado o modelo, devem ser realizados alguns testes de validação para verificar se o modelo atende aos pressupostos do modelo clássico de regressão linear, tais como, ausência de autocorrelação, de heterocedasticidade, de multicolineariedade e de erro de especificação (Gujarati & Porter, 2011). Para verificar problemas de autocorrelação entre os resíduos utiliza-se o teste Wooldridge, que tem como hipótese nula a ausência de

autocorrelação. A heterocedasticidade é verificada por meio do teste de Breusch-Pagan, que tem como hipótese nula a homocedasticidade dos resíduos.

Caso seja identificado o problema de autocorrelação serial ou heterocedasticidade, estima-se o modelo pelo método de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) que é utilizado como forma de mitigar os problemas de estimação relacionados à ausência de homocedasticidade e presença de autocorrelação (Gujarati & Porter, 2011). Além desses testes para selecionar o modelo que gere as melhores estimativas, deve-se verificar se o modelo apresenta multicolineariedade e problemas de especificação.

A presença de multicolineariedade é dada pelo teste *Variance Inflation Factor* (VIF). De acordo Myers e Montgomery (2002), o valor VIF não deve exceder a 4 (quatro). Para verificar se há problemas de especificação no modelo utiliza-se o *Regression Specification Error Test* (RESET), que tem como hipótese nula a correta especificação da forma funcional do modelo.

A Figura 15 traz os testes realizados para estimação do modelo de regressão linear múltipla, na qual p é o P-valor, que consiste no menor nível de significância que se rejeitaria hipótese nula.

Figura 15: Testes para escolha do modelo mais adequado.

Teste	Hipótese	
Testes Para verificar a Adequabilidade do modelo e dos dados.		
<i>Variance Inflation Factor</i> (VIF)	Se menor que 4 não há problema de Multicolineariedade.	
<i>Regression Specification Error Test</i> (RESET)	H_0 – Não há problemas de especificação	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Há problemas de especificação	Caso, p-valor < 0,05
Breusch-Pagan-Godfrey (Homocedasticidade)	H_0 – Homocedasticidade	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Heterocedasticidade	Caso, p-valor < 0,05
Testes Para escolha do modelo		
Chow	H_0 – Pooled	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Efeitos Fixos	Caso, p-valor < 0,05
Multiplicador de Lagrange	H_0 – Pooled	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Efeitos Aleatórios	Caso, p-valor < 0,05
Hausman	H_0 – Efeitos Aleatórios	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Efeitos Fixos	Caso, p-valor < 0,05
Testes para Validação do Modelo de dados em Painel.		
Wooldridge (Autocorrelação)	H_0 – Não há problemas de Autocorrelação	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Há problemas de autocorrelação	Caso, p-valor $p < 0,05$
Teste Wald Modificado (Homocedasticidade dados em Painel)	H_0 – Homocedasticidade	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Heterocedasticidade	Caso, p-valor < 0,05
Problemas de autocorrelação ou heterocedasticidade?	Estima-se o painel pelo método de mínimos quadrados generalizados (MQG).	
<i>Likelihood-ratio test</i> (Lr Teste – Heterocedasticidade MQG)	H_0 – Homocedasticidade	Caso, p-valor > 0,05
	H_a – Heterocedasticidade	Caso, p-valor < 0,05

Fonte: Elaborado pela autora.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise de resultado divide-se em estatística descritiva que busca demonstrar, organizar e relatar os dados encontrados nas variáveis explicativas e no IDS. Posteriormente, é feita uma análise fatorial do indicador para resumir os dados coletados nos relatórios de sustentabilidade. Por fim, são geradas as regressões logística e linear para verificar o efeito das características de governança no *disclosure*.

4.1. Estatística descritiva

Por meio da estatística descritiva, foram quantificados os relatórios de sustentabilidade analisados. Posteriormente, foi gerada a média, o desvio padrão, o máximo e o mínimo de todas as variáveis explicativas, de todas as empresas da amostra, essas informações foram geradas também por segmento de listagem. Os testes de diferença de média foram empregados, nas variáveis explicativas, para comparar os dados das empresas que possuem o relatório de sustentabilidade com aquelas que não o apresentam. Por meio de diferença de média, foram testados também diferenças entre os setores, os segmentos de listagem e as atividades que se enquadram no PPURN e que não se enquadram dos dados do IDS.

4.1.1. Relatórios de Sustentabilidade Analisados

O IDS foi elaborado a partir dos relatórios de sustentabilidade, no total foram analisados 510 relatórios, no período de 2013 a 2018. Observa-se, na Tabela 7, que a quantidade de documentos divulgados não variou muito ao longo dos anos, sendo 2017 o ano que mais houve relatórios de sustentabilidade publicados. O total de páginas analisadas foi de 46.002, o número médio de páginas dos relatórios gira em torno de 89, o menor relatório teve 17 páginas e o maior 309.

Em relação ao estudo de Rover (2013), que analisou os relatórios de sustentabilidade no período de 2008 e 2010, observa-se um aumento no número de documentos publicados, visto que, no período de estudo da autora o maior número de relatórios localizados, em um ano, foi de 63. Em relação ao número mínimo de páginas, em todos os anos de 2013 a 2018, foi maior que no período de 2008 a 2010.

Tabela 7: Relatórios de sustentabilidade analisados

Ano	Relatório de Sustentabilidade					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Número de relatórios	78	83	79	89	99	82
Total de páginas	7743	7389	6410	7834	8951	7675
Número médio de páginas	99.27	89.02	81.14	88.02	90.41	93.60
Número máximo de páginas	309	232	169	228	210	229
Número mínimo de páginas	17	18	27	27	22	22

Fonte: elaborado pela autora.

Os relatórios com mais de 200 páginas, que são um total de 15, dos 510 analisados, estão ligados a empresas do setor de utilidade pública, materiais básicos, bens industriais e consumo não cíclico. Já os relatórios com menos de 30 páginas, que são um total de 21, são de empresas dos setores de consumo cíclico, materiais básicos, consumo não cíclico, utilidade pública, Petróleo, Gás e Biocombustíveis e bens industriais. Assim, pode-se inferir que o setor de atuação da empresa não influencia no tamanho do relatório, visto que, um mesmo setor pode-se ter uma empresa com relatório de 200 páginas e outra com um relatório de 20.

No período de 2013 a 2018, dos 510 relatórios de sustentabilidade publicados cerca de 88,00% foram no formato GRI, conforme demonstrado na Tabela 8.

Tabela 8: Formato dos relatórios de sustentabilidade

Ano	Modelo dos Relatórios de Sustentabilidade					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total de relatórios	78	83	79	89	99	82
Modelo GRI (%)	89.87	87.21	87.65	88.89	89.00	89.16
Outro Modelo (%)	10.13	12.79	12.35	11.11	11.00	10.84

Fonte: elaborado pela autora.

De acordo com Rover (2013), a adesão ao modelo GRI segue crescente desde 2001, mas apenas em 2008 o modelo GRI ultrapassou outros modelos de relatório. Em 2008, 35% dos relatórios analisados eram no formato GRI, já em 2018, 10 anos depois, o número mais que dobrou, pois 89.16% dos relatórios adotam essa padronização. Este aumento expressivo indica uma maior preocupação com a transparência por parte das empresas, visto que o modelo GRI é adotado internacionalmente. Além disso, os padrões GRI, desenvolvidos pelo *Global Sustainability Standards Board* (GSSB), permitem que todas as organizações relatem publicamente seus impactos econômicos, ambientais e sociais.

4.1.2. Análise descritiva das Variáveis explicativas

Utilizou-se a estatística descritiva para expor as características dos grupos de variáveis utilizadas no estudo, assim objetiva demonstrar comportamentos para realizar possíveis inferências. A Tabela 9 apresenta a média, o desvio padrão, o valor mínimo e máximo das variáveis explicativas de todas as 247 empresas da amostra. Assim, a Tabela 9, busca demonstrar o panorama geral das empresas da B3 no que se refere às características de governança corporativa e financeiras.

Tabela 9: Análise descritiva das variáveis explicativas

Variável	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Contagem
TCA	7.16	3.3	1.0	30.0	1373
IC	22.7	23.4	0.0	100.0	1373
AUDIT*	0.3	0.5	0.0	1.0	1373
CC	62.1	23.8	0.0	100.0	1373
NG*	0.59	0.5	0.0	1.0	1373
PPURN*	0.63	0.5	0.0	1.0	1373
TAM	14.7	1.9	6.4	20.6	1373
ROA	1.13	11.02	-63.77	21.25	1373
ALAV	69.63	46.48	12.38	294.75	1373

Fonte: dados da pesquisa.

Notas: *Dummies

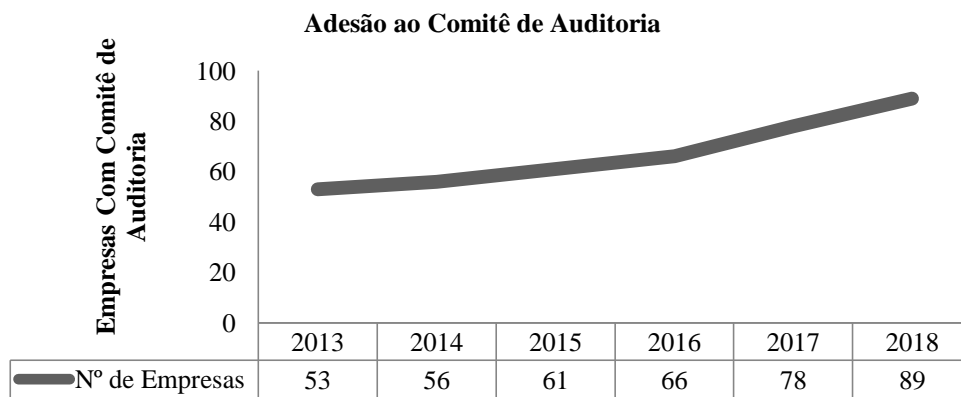
De acordo com a Lei 6.404/76, o conselho de administração deve ser composto por no mínimo três membros. Conforme o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, do IBGC (2015), o tamanho ideal do conselho de administração deve ser entre cinco e onze membros. Diante disso, observa-se que, em média, as empresas da B3 cumprem tanto o que é exigido em lei quanto o que é recomendado pelo IBGC. O desvio padrão nos informa ainda, que a variabilidade dos dados em torno da média, não é muito grande, ou seja, os valores do conjunto de dados aproximam-se da média. Apesar de boa parte das empresas terem 3 ou mais membros no conselho de administração, cerca de 0,51% das observações, possuem entre 1 e 2 conselheiros, talvez por erro no preenchimento do formulário de referência, e 6,48% possuem mais de 11 membros.

De acordo com as orientações da B3 (2019b), nos segmentos de listagem Novo Mercado e Nível 2, 20% dos membros do conselho de administração devem ser independentes. Nota-se, na Tabela 9, que em média o percentual de membros independentes é de 22%, porém há uma grande variabilidade dos dados em torno da média. Além disso, cerca de 40% das observações, não apresentam membros independentes no conselho de

administração e 45% das observações apresentam um percentual superior a 20% de membros independentes.

O comitê de auditoria tem como principal função o assessoramento do conselho de administração. Apenas em 2018, a B3 tornou sua instalação obrigatória para o novo mercado, sendo facultativo para os demais segmentos. Assim, apenas 30% das observações, apresentaram comitê de auditoria no período. No entanto, a Figura 16 demonstra que no decorrer dos anos, mesmo antes da obrigatoriedade por parte da B3, as empresas tem aderido, cada vez mais, a instalação do comitê de auditoria, havendo um aumento de 67,92% de 2013 para 2018.

Figura 16: Gráfico de adesão ao comitê de auditoria



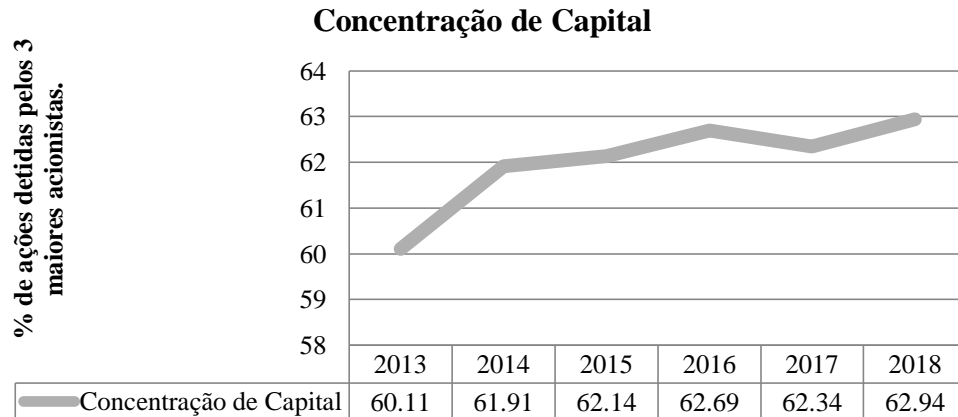
Fonte: elaborado pela autora.

Segundo Leal et al. (2002), a concentração de capital, no Brasil, gira em torno dos três maiores acionistas. Assim, em média, os três maiores acionistas detêm 62% das ações, porém há uma variabilidade dos dados em torno da média. Cerca de 8% das observações, apresentam 99% das ações concentradas nestes três maiores acionistas. A Figura 17 demonstra que, ao longo do tempo, a concentração de capital permaneceu, em média, praticamente constante. Isso mostra que apesar da abertura de capital, as empresas mantêm suas ações nas mãos de poucos acionistas. De acordo com Leal et al. (2002), poucos países apresentam empresas com propriedade difusa, sendo essa característica encontrada em corporações anglo-saxã.

Segundo La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1998), a maior dispersão do capital está ligada a proteção legal dos investidores. Para o autor, países como o Brasil, que pertencem a um ordenamento jurídico baseado no francês e não no anglo-saxã, tendem a ter uma menor proteção legal e, conseqüentemente, uma maior concentração de capital. Além disso, pouca coisa mudou no sentido de reduzir a concentração de capital, pois no estudo de Leal et al.

(2002), em 1998, o percentual de ações nos três maiores acionistas era de aproximadamente 60%.

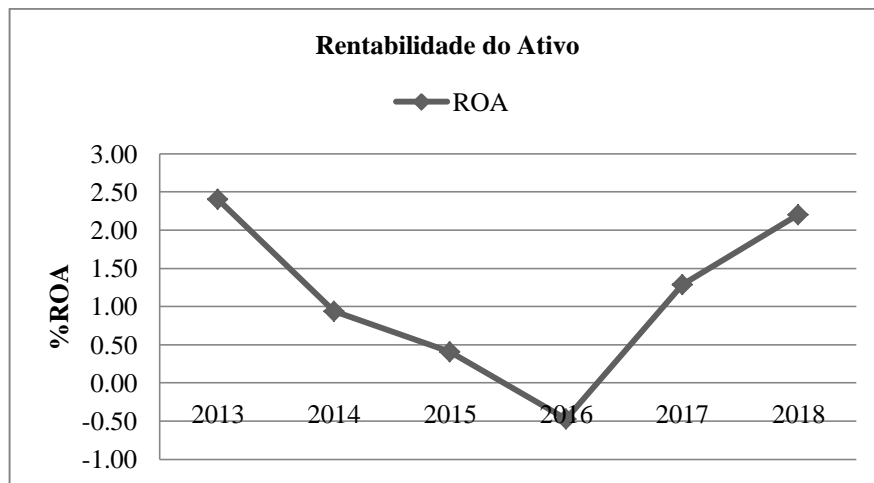
Figura 17: Concentração de capital ao longo do período analisado



Fonte: elaborado pela autora.

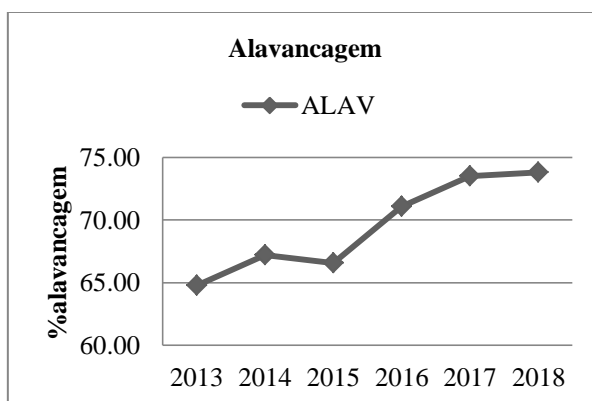
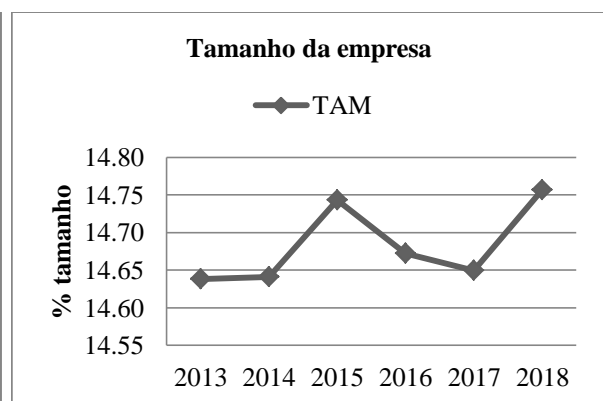
A Lei 10.165/2000 dispõe sobre a política nacional de meio ambiente, o anexo desta lei discrimina as atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos naturais. Dentre essas atividades estão a de extração e tratamento de minerais, indústrias de produtos não metálicos, químicas, metalúrgicas, mecânica, de materiais elétricos, eletrônicos e de comunicações, de materiais de transporte, de madeira, de borracha, de papel, têxtil, de plástico, de fumo, de bebidas e comidas, serviços de utilidade, transporte, terminais, depósitos e comércio, turismo e uso de recursos naturais. Além disso, a lei classifica ainda em alto, médio e pequeno o grau de utilização nos recursos naturais e de poluição. Assim, observa-se que cerca de 60% das observações encontram-se enquadradas em alguma atividade potencialmente poluidora ou utilizadora de recursos naturais, destas 30% são classificadas como alto PPURN e 69% como médio.

A variável Retorno do Ativo (ROA) mensura a capacidade dos ativos de gerarem lucros. Assim, observa-se na Figura 18 que o ROA entre 2015 e 2016 apresentou valores menores. Nesse período, o Brasil vivenciou um cenário de instabilidade em sua economia, onde houve redução do consumo, aumento da inflação e diminuição da confiança dos investidores, impactando assim em menos investimentos no país (Banco Central do Brasil [BACEN], 2015). No entanto, os indicadores de rentabilidade mostram uma melhora no cenário econômico, visto que em 2018 ambos os indicadores apresentaram maiores valores e foram positivos.

Figura 18: Rentabilidade do ativo de 2013 a 2018

Fonte: elaborado pela autora.

O nível de endividamento das companhias, mensurado pelo índice de alavancagem (ALAV), apresentou comportamento instável no período de 2013 a 2015, ou seja, em alguns momentos as entidades ficaram mais ou menos endividadas, conforme demonstrado pela Figura 19. Entretanto, a partir de 2016 verifica-se uma tendência de crescimento no nível de alavancagem, o que representa aumento na captação de recursos de terceiros para o financiamento das atividades. O aumento na captação de recurso de terceiros pode estar relacionada com a melhora na economia e consequentemente, na maior confiança das instituições financeiras, facilitando assim o acesso ao crédito. No que tange a variável tamanho da companhia (TAM), representada pelo ativo total, apresentou pequenas variações durante o período de análise, conforme demonstrado pela Figura 20.

Figura 19: Alavancagem de 2013 a 2018.**Figura 20:** Tamanho das empresas de 2013 a 2018

Fonte: Dados da pesquisa

A B3, além do segmento tradicional, apresenta os segmentos de listagem em governança corporativa que são o Bovespa mais, o Nível 1 e 2 e o Novo mercado. Cerca de 60% das observações, encontram-se em algum dos diferentes níveis de governança, sendo que destas 6% estão no Bovespa Mais, 14% no nível 1, 8% no Nível 2 e 70% no Novo Mercado, ou seja, a maioria das empresas que aderem aos segmentos diferenciados adotam o Novo Mercado, que é o nível de governança com maiores exigências.

4.1.2.1. Diferença de Média das Variáveis por segmento de Governança Corporativa

As variáveis de governança e financeiras podem apresentar diferentes valores médios, dado o segmento de listagem na qual estão inseridas, pois os segmentos apresentam diferentes exigências. Além disso, se uma empresa quer abrir seu capital, e esta tem uma governança e estrutura financeira em desenvolvimento pode aderir a níveis com menos exigências como Bovespa mais ou nível 1 e, posteriormente, migrar para o novo mercado.

Assim, para verificar possíveis diferenças de médias entre as variáveis do estudo, dado o segmento de listagem na qual a empresas está inserida, foi realizado o teste de diferença de médias, não paramétrico, de Kruskal-Wallis. Tal teste foi escolhido, pois conforme demonstrado na Tabela 10, o teste de normalidade de Doornik-hansen, rejeitou para todos os grupos de variáveis a hipótese de normalidade, assim os dados não seguem uma distribuição normal, logo não atendem o pressuposto necessário para realizar o teste t de *Student* (Fávero & Belfiore, 2014).

Tabela 10: Teste de normalidade Doornik-Hansen

Variáveis	Doornik-Hansen	P-Valor
TCA	418.728***	0.0000
IC	351.600***	0.0000
AUDIT	3921.710***	0.0000
CC	30.024***	0.0000
NG	2386.767***	0.0000
PPURN	2803.201***	0.0000
TAM	14.506***	0.0007
ROA	2481.705***	0.0000
ALAV	31021.493***	0.0000

Fonte: dados da pesquisa

Nota: *** significativo a 1%

O teste não paramétrico de Kruskal-Wallis é utilizado para verificar a diferenças de médias entre dois ou mais grupos (Siegel & Castellan, 2006), assim o teste foi empregado por variável segregadas nos grupos Bovespa mais, nível 1 e 2, novo mercado e tradicional.

Conforme demonstrado nas Tabelas 11 e 12. O resultado do teste aponta que a diferença de média é significativa para todas as variáveis.

Tabela 11: Diferença de média das variáveis explicativas por segmento de Listagem.

Variável	Segmento de Listagem	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Contagem	Teste KW
TCA	Tradicional	6.22	3.4	1	20	565	176.238*** 0.0001
	Bovespa Mais	5.67	2.65	3	14	55	
	Nível 1 e 2	8.76	2.67	4	17	185	
	Novo Mercado	7.65	3.11	3	30	568	
Qui-quadrado							176.238***
P-valor							0.0001
IC	Tradicional	7.23	16.09	0	87.5	565	567.044*** 0.0001
	Bovespa Mais	12.68	13.34	0	40	55	
	Nível 1 e 2	24.27	22.7	0	81.82	185	
	Novo Mercado	38.56	19.53	0	100	568	
Qui-quadrado							567.044***
P-valor							0.0001
AUDIT	Tradicional	0.15	0.36	0	1	565	69.617*** 0.0001
	Bovespa Mais	0.16	0.37	0	1	55	
	Nível 1 e 2	0.37	0.48	0	1	185	
	Novo Mercado	0.42	0.49	0	1	568	
Qui-quadrado							69.617***
P-valor							0.0001
CC	Tradicional	72.08	22.69	0	100	565	257.109*** 0.0001
	Bovespa Mais	83.22	29.51	0	100	55	
	Nível 1 e 2	56.85	20.15	23.38	100	185	
	Novo Mercado	51.71	19.74	0	100	568	
Qui-quadrado							257.109***
P-valor							0.0001
PPURN	Tradicional	0.71	0.46	0	1	565	67.844*** 0.0001
	Bovespa Mais	0.42	0.5	0	1	55	
	Nível 1 e 2	0.85	0.35	0	1	185	
	Novo Mercado	0.51	0.5	0	1	568	
Qui-quadrado							67.844***
P-valor							0.0001

Fonte: dados da pesquisa

Nota: *** significativo a 1%.

A adesão aos segmentos diferenciados de listagem ocorre de forma voluntária para as empresas da B3. As empresas do segmento tradicional cumprem os requisitos legais para estarem listadas em bolsa, mas não se comprometem a aderirem regras diferenciadas. Em contrapartida, no Bovespa mais, encontram-se aquelas empresas que estão aderindo os preceitos de governança corporativa de forma gradual. O nível 1 e 2 possuem diversas exigências em comum com o novo mercado, no entanto aceitam ações preferenciais e ordinária. Assim, de acordo com Carvalho e Pennacchi (2012), grande parte das empresas brasileiras, que estão em níveis inferiores de governança, poderia ascender para o Novo Mercado, pois possuem os requisitos necessários. Porém, teriam que negociar apenas ações

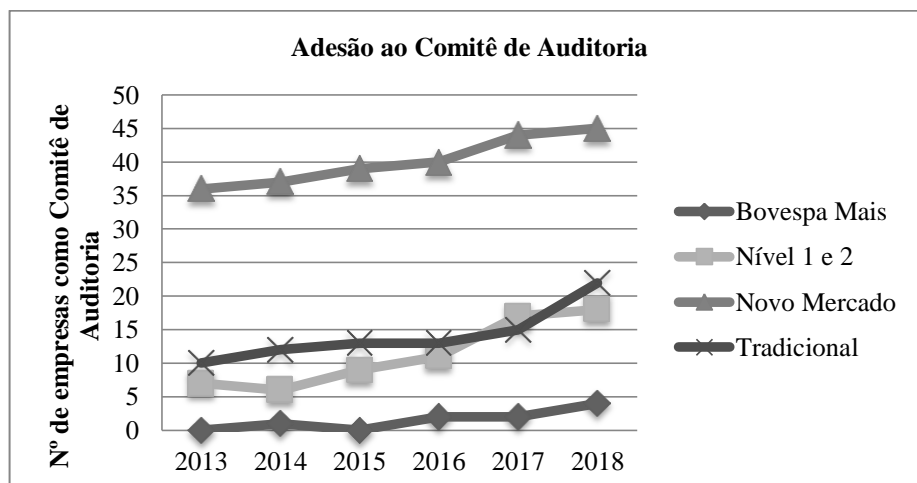
ordinárias, isso acaba sendo um fator limitante dado a dificuldade de converter ações preferenciais em ordinárias (Tavares & Penedo, 2018).

Dessa forma, observa-se, na Tabela 11, que os valores médios das variáveis de governança das empresas do novo mercado e dos Níveis 1 e 2 são mais semelhantes quando comparados como os encontrados no Bovespa mais e no segmento tradicional. O tamanho médio do conselho de administração de todos os segmentos segue o proposto pelo IBGC, ou seja, entre 5 e 11 membros. Contudo, os valores mínimos, com exceção do segmento Tradicional, todas as empresas que estão nos níveis de governança atendem à exigência legal de no mínimo três membros no conselho de administração.

A obrigatoriedade de ao menos 20% dos membros do conselho serem independentes são para o novo mercado e nível 2. Diante disso, observa-se que estes dois segmentos são os que apresentam o maior percentual médio de membros independentes. Porém, apesar da exigência algumas empresas desses segmentos ainda não possuem membros independentes em seus conselhos de administração.

A implementação do comitê de auditoria é obrigatória apenas para o novo mercado, mas os valores médios indicam que 15% das observações do segmento tradicional possuem o comitê, 16% do Bovespa mais e 37% dos níveis 1 e 2. A Figura 21 demonstra que apesar de apenas 29% do total das observações apresentarem o comitê, o crescimento de sua adesão ocorre em todos os segmentos. O comitê de auditoria é importante para supervisionar os controles e procedimento internos, gerir riscos, auxiliar a auditoria independente e dar mais transparência a instituição (IBGC, 2017).

Figura 21: Adesão ao comitê de auditoria por segmento de listagem



Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 11, que mesmo o novo mercado e os níveis 1 e 2 apresentam uma alta concentração de propriedade, porém os segmentos Tradicional e Bovespa Mais são os que possuem os maiores percentuais de ações concentradas nos três maiores acionistas. Um estudo feito por La Porta et. al (1998), com uma amostra de empresas de 49 países, apontou que a média de concentração nos três maiores acionistas é de 46%, ou seja, há uma tendência de concentração de capital como forma de proteção, pois há uma correlação negativa entre proteção dos investidores e concentração de propriedade.

O segmentos de listagem Tradicional, Nível 1 e 2 possuem a maior porcentagem de empresas classificadas como potencialmente poluidoras ou utilizadoras de recursos naturais. As empresas que constituem ambos os segmentos, em sua maioria, estão ligadas aos setores de utilidade pública, que desempenham, em geral, atividades elétricas e de saneamento. Além desses dois setores, também apresentam empresas ligadas a atividade de produção de bens industriais.

A Tabela 12 traz os dados financeiros fragmentados por nível de governança. De acordo com o teste de Kruskal-Wallis, todas as variáveis apresentam diferenças de médias significativas, considerando um nível de significâncias de até 5%. O relatório da *Credit Lyonnais Securities Asia* [CLSA], (2001), aponta que empresas com maiores índices de governança possuem melhor desempenho operacional. Além disso, de acordo com Love e Klapper (2002), empresas em crescimento e com necessidade de financiamento externo tem mais incentivos para adotarem melhores práticas de governança.

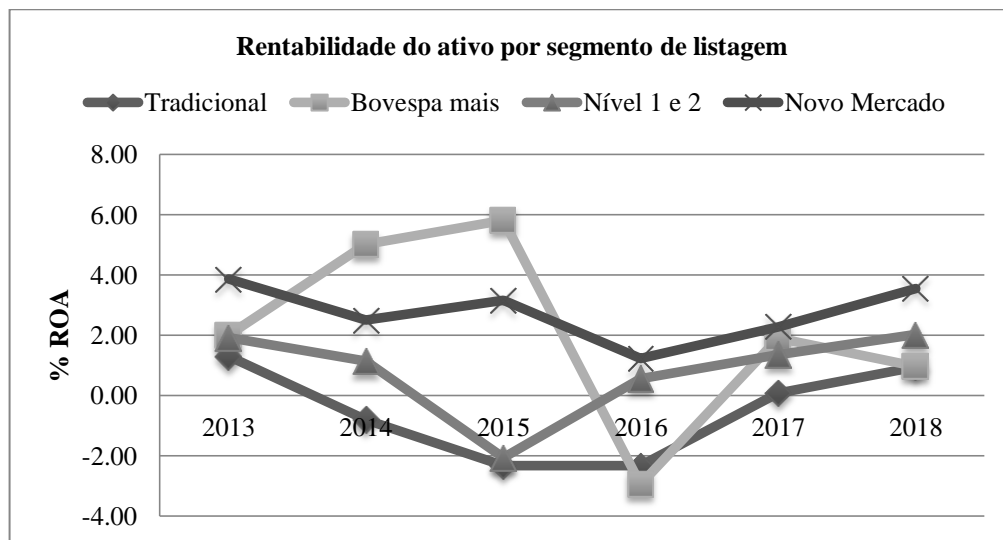
Tabela 12: Diferença de Médias das variáveis de controle por segmento de Listagem

Variável	Segmento de Listagem	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Contagem	Teste KW
TAM	Tradicional	13.93	2.09	6.36	20.62	565	
	Bovespa Mais	12.45	1.23	9.56	14.62	55	
	Nível 1 e 2	16.03	1.53	12.44	20.57	185	
	Novo Mercado	15.21	1.36	9.59	19.65	568	
Qui-quadrado							297.081***
P-valor							0.0001
ROA	Tradicional	-0.46	13.25	-63.77	21.25	565.00	
	Bovespa Mais	1.86	10.54	-32.68	20.07	55.00	
	Nível 1 e 2	0.85	8.73	-34.42	18.48	185.00	
	Novo Mercado	2.73	8.86	-63.77	21.25	568.00	
Qui-quadrado							10.122**
P-valor							0.0176
ALAV	Tradicional	83.00	62.34	12.38	295.75	565.00	
	Bovespa Mais	63.10	30.43	21.11	218.84	55.00	
	Nível 1 e 2	65.81	28.83	12.72	207.45	185.00	
	Novo Mercado	58.21	26.18	12.38	295.75	568.00	
Qui-quadrado							39.456***
P-valor							0.0001

Fonte: elaborado pela autora. Nota: *** significativo a 1% e ** significativo a 5% .

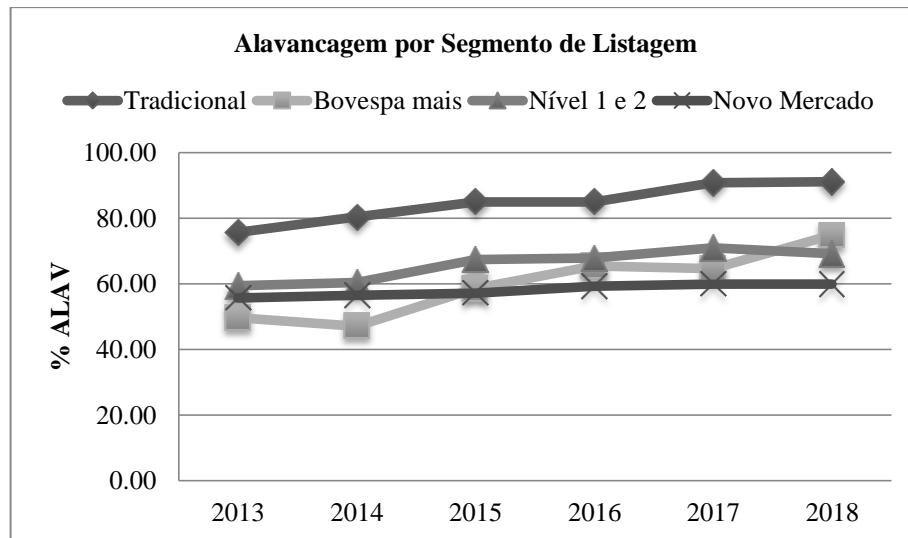
A rentabilidade, medida pelo indicador ROA, conforme demonstrado na Figura 22, sofreu frequentes oscilações no decorrer do período estudado. Tal fato, conforme relatado no tópico 4.1.2, pode estar relacionado à instabilidade econômica sofrida pelo país no período de 2015 a 2016. O Novo mercado foi que menos sofreu com as oscilações econômicas. De acordo com Tavares Filho (2006), a adoção de melhores práticas de governança corporativa está relacionada melhor desempenho, sendo este medido por indicadores de rentabilidade. Logo, em tempos de crise, as empresas do novo mercado têm uma maior capacidade de lidar com a instabilidade econômica, além disso, possuem uma maior credibilidade e, conseqüentemente, têm acesso a crédito com menores custos.

Figura 22: Rentabilidade das empresas por segmento de listagem.



Fonte: elaborado pela autora.

De acordo com Love e Klapper (2002), um dos principais motivos para as empresas aderirem aos preceitos da governança corporativa é a necessidade reduzir o custo de captação de recursos e a possibilidade de crescimento. Assim, a Figura 23 demonstra que as empresas que estão nos segmentos diferenciados de governança são menos alavancadas, logo utilizam menos recursos de terceiros para o seu financiamento. Em contrapartida, o segmento tradicional possui maior nível de alavancagem associado a uma maior concentração de capital, ou seja, mesmo as empresas estando listada, ao invés de utilizar a captação de recursos via mercado de ações o faz por meio da dívida.

Figura 23: Alavancagem das empresas por segmento de listagem

Fonte: elaborado pela autora.

A decisão de aderir aos maiores níveis de governança pode ser afetada pelo tamanho da empresa, conforme a Tabela 12, os segmentos Novo Mercado e Nível 1 e 2 estão associados a maiores empresas. De acordo com Love e Klapper (2002), empresas maiores podem ter maiores conflitos de agência, sendo necessária a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Além disso, empresas maiores possuem mais recursos para a implementação de mecanismos de governança corporativa (Silveira, 2004). Para Love e Klapper (2002), a expectativa de crescimento também faz as empresas adotarem melhores práticas de governança para conseguirem uma captação de recursos futura com menores custos.

4.1.2.2. Diferença de Média entre Empresas que possuem Relatório de Sustentabilidade e que não possuem.

As melhores práticas de governança buscam assegurar ao mercado, em geral, que as empresas são transparentes e responsáveis. Diante disso, a divulgação de informações socioambientais passa a ser influenciada pelos envolvidos na tomada de decisão das organizações (Haniffa e Cooke, 2005). Assim, a governança cria mecanismos para promover a RSC, tais como a criação de comitês, divulgação de relatórios não financeiros, bem como códigos de ética (Parker, 2002).

Dessa forma, a divulgação do relatório de sustentabilidade está intimamente ligada aos preceitos da instituição, bem como aos tomadores de decisão. Assim, foi realizado o

teste de diferença de médias, não paramétrico, de Mann-Whitney, pois conforme demonstrado na Tabela 10, os dados não seguem uma distribuição normal. Assim, foi analisada a diferença de média das variáveis segregadas em dois grupos, que possuem relatório de sustentabilidade (RS) e não possuem, conforme a Tabela 13. Observa-se que, com exceção da variável concentração de capital, todas as demais variáveis possuem diferença de média estatisticamente significativa.

Tabela 13: Diferença de média entre empresa com e sem Relatório de Sustentabilidade (RS).

Variáveis	Média	DP	Mín.	Máx.	Obs	Teste MW
TCA - sem RS	6.13	2.57	1	23	863	
TCA	8.89	3.58	3	30	510	
Valor da Estatística						-16,357***
P-valor						0.0000
IC - Sem RS	19.44	23.20	0	100	863	
IC	28.24	22.68	0	100	510	
Valor da Estatística						-7.723***
P-valor						0.0000
AUDIT - Sem RS	0.21	0.40	0	1	863	
AUDIT	0.44	0.50	0	1	510	
Valor da Estatística						-9,233***
P-valor						0.0000
CC - Sem RS	62.66	24.13	0	100	863	
CC	61.03	23.36	0	100	510	
Valor da Estatística						1.323
P-valor						0.1857
NG - Sem RS	0.50	0.50	0	1	863	
NG	0.73	0.44	0	1	510	
Valor da Estatística						-8.267***
P-valor						0.0000
PPURN - Sem RS	0.58	0.49	0	1	863	
PPURN	0.73	0.44	0	1	510	
Valor da Estatística						-5.81***
P-valor						0.0000
TAM - Sem RS	13.94	1.77	6.36	18.07	863	
TAM	15.95	1.49	12.41	20.62	510	
Valor da Estatística						-5.81***
P-valor						0.0000
ROA - Sem RS	0.06	12.60	-63.77	21.25	863	
ROA	2.94	7.27	-40.06	21.25	510	
Valor da Estatística						-3.162***
P-valor						0.0016
ALAV - Sem RS	71.76	55.21	12.38	295.75	863	
ALAV	66.03	25.27	12.38	207.45	510	
Valor da Estatística						-3.319***
P-valor						0.0009

Fonte: dados da pesquisa. Nota: *** significativo a 1% e ** significativo a 5% .

O conselho de administração exerce importantes funções dentro da companhia, tais como a tomada de decisões estratégicas, monitoramento da qualidade das informações prestadas e trabalham no alinhamento dos interesses dos acionistas para reduzir conflitos de

agência (Vafeas, 2000; Andrade, Salazar, Calegário & Silva, 2009). Um ponto que gera discussão na literatura é o tamanho do conselho, para Jensen (1993) conselhos muito grandes são ineficientes devido a maior probabilidade de ocorrer conflitos internos.

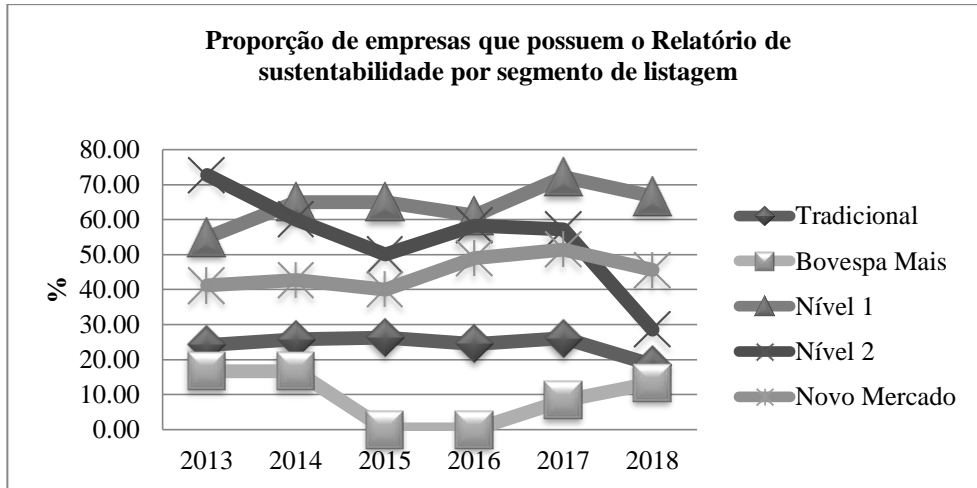
No entanto, sob a perspectiva da divulgação de relatórios socioambientais ou divulgação voluntária conselhos maiores teriam uma maior diversificação profissional, além reduzir a carga de trabalho, logo teriam mais disponibilidade para se preocuparem com as atividades de RSC (Guest, 2009; John & Senbet, 1998). Observa-se na Tabela 13, que em média, as empresas que possuem o relatório de sustentabilidade têm conselhos de administração maiores, porém sem extrapolar o recomendado pelo IBGC.

Além do tamanho do conselho, outro ponto que está relacionado com a maior preocupação com as questões socioambientais é a independência do conselho. Observa-se que, em média, empresas que possuem o relatório de sustentabilidade também têm uma maior proporção de membros independentes. Porém, os dados possuem maior dispersão em relação aos valores médios, ou seja, há uma maior variabilidade nos resultados. De acordo com Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro (2006), a presença de membros independentes torna a atuação do conselho mais eficaz e transparente, pois há uma tendência de se priorizar os interesses da sociedade e não apenas os pessoais ou corporativos.

De acordo com Ho e Wong (2001), a transparência é um dos principais indicadores do padrão de governança corporativa. Assim, quanto mais mecanismos a empresa adere, tais como conselho independente e adesão do comitê de auditoria melhor é a transparência e a prestação de contas para a sociedade. Diante disso, observa-se que 44% das empresas que elaboram o relatório de sustentabilidade possuem comitê de auditoria, em contra partida apenas 21% das que não elaboram possuem o comitê.

Observa-se que, em média, 73% das empresas que divulgam o relatório de sustentabilidade estão em algum nível de governança. A Figura 24 demonstra, por ano, a proporção de empresas que possuem o relatório de sustentabilidade por segmento de listagem. Observa-se que o nível 1 é o segmento no qual as empresas mais publicam o relatório, seguido pelo nível 2 e pelo novo mercado.

Figura 24: Proporção de empresas que possuem o relatório de sustentabilidade por segmento de listagem.

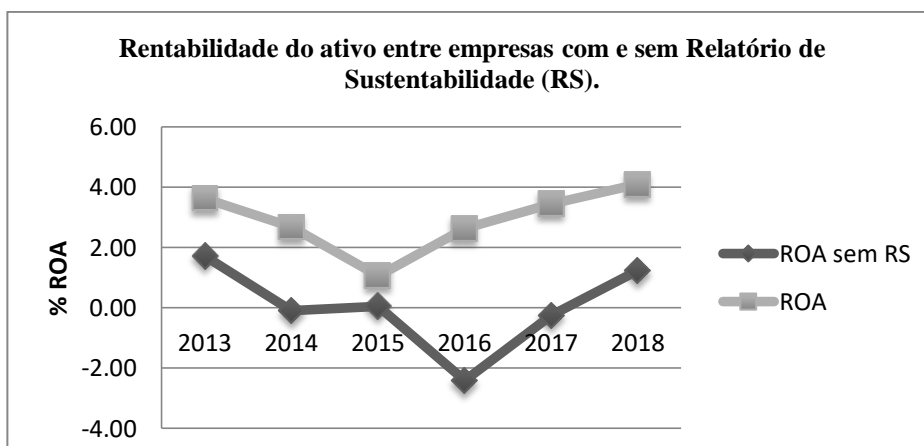


Fonte: elaborado pela autora.

Além dos segmentos de listagem diferenciados terem maiores proporções de empresas que possuem relatórios de sustentabilidade, outro fator que contribui para sua divulgação é a companhia estar classificada nas atividades consideradas PPURN. Em média, 73% das empresas que divulgaram o relatório de sustentabilidade estão inseridas em alguma atividade da Lei 10.165/2000.

A elaboração e divulgação dos relatórios de sustentabilidade é algo dispendioso. Diante disso, empresas com maior rentabilidade possuem os recursos necessários para arcar com os gastos, sem prejudicar as demais áreas da instituição (Giannarakis, 2014). As empresas que possuem relatório de sustentabilidade, não apenas apresentaram média geral superior ao daquela que não possuem, como também mantiveram rentabilidade melhor durante todo o período analisado, conforme demonstrado na Figura 25.

Figura 25: Rentabilidade das empresas com e sem relatório de sustentabilidade

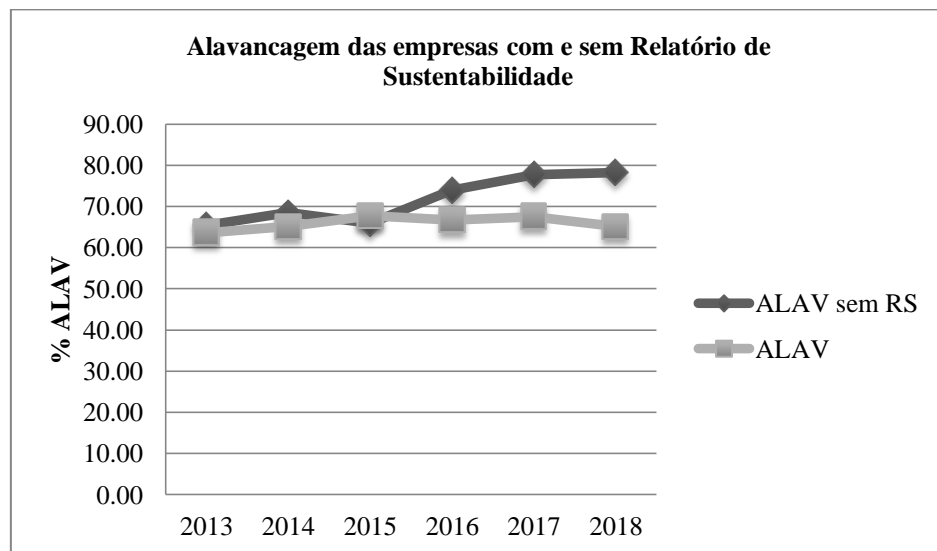


Fonte: elaborado pela autora.

De acordo com Salotti e Yamamoto (2008), empresas com bons retornos financeiros possuem maiores incentivos para divulgar informações de formas voluntárias, pois os benefícios da sinalização para o mercado de suas qualidades superam os custos de elaboração e divulgação da informação. Além disso, os recursos excedentes podem ser utilizados para se envolverem em mais atividades de RSC, melhorando assim, a reputação da entidade perante o mercado (Giannarakis, 2014).

Além de apresentar uma rentabilidade melhor durante todo o período analisado, as empresas que divulgam voluntariamente o relatório de sustentabilidade também são menos alavancadas, ou seja, utilizam menos recursos de terceiros, conforme demonstrado na Figura 26. Afinal, como a preparação e a divulgação das informações socioambientais requerem recursos financeiros, empresas com dificuldades financeiras tendem a reter recursos, logo, reduzir a capacidade de financiar relatórios que não são obrigatórios (Andrikopoulos & Krikilani, 2013).

Figura 26: Alavancagem entre empresas com e sem Relatório de Sustentabilidade (RS)



Fonte: elaborado pela autora.

O bom desempenho da empresa, avaliado pela rentabilidade e alavancagem, somadas a empresas maiores, medida pelo ativo total, levam as empresas a divulgarem mais informações de forma voluntária. Os resultados dos testes de diferenças de média vão ao encontro das hipóteses desenvolvidas nos item 3.3.2 e 3.3.3. Pois, empresas com conselho de administração maior e mais independente, bem como a presença do comitê de auditoria, são indícios de que as empresas venham a elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade.

4.1.3. Análise descritiva do Índice de Divulgação Socioambiental (IDS)

O Índice de Divulgação Socioambiental (IDS) foi desenvolvido por meio da análise conteúdo de 510 relatórios de sustentabilidade. O índice conta com 85 itens, sendo 47 itens de cunho social e 38 ambientais. O indicador foi validado por meio do *Alpha de Cronbach* que de acordo com Landis e Koch (1977) deve ter consistência interna a cima de 0,6. Conforme a Tabela 14, pela classificação de Landis e Koch (1977), a consistência interna é “quase perfeita”, visto que para todo o período analisado apresentou valores superiores a 0,9.

Tabela 14: *Alpha de Cronbach*

Ano	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Geral
Covariância Média entre itens	0.0286	0.0281	0.0219	0.022	0.0243	0.0228	0.0231
Número de itens na escala	82	82	82	84	84	82	85
<i>Alpha de Cronbach</i>	0.938	0.9372	0.92	0.9234	0.9306	0.9235	0.9281

Fonte: dados da pesquisa.

Para a execução dos testes de diferenças de média com IDS foi testada primeiramente a normalidade dos dados, pois caso os dados não sigam uma distribuição normal, o teste t de *student* não é adequado, sendo necessária realização de testes não paramétricos. Conforme a Tabela 15, o resultado do teste de Doornik-Hansen indica que os dados não seguem uma distribuição normal, pois o teste rejeita a hipótese nula de normalidade.

Tabela 15: Teste de normalidade Doornik-Hansen para o IDS

Índice de Divulgação Socioambiental - IDS	
Teste de Normalidade de Doornik-Hansen	
D-H	15.482***
P-Valor	0.0004

Fonte: dados da pesquisa.

Nota: *** significativo a 1%.

Como os dados não seguem uma distribuição normal foi feito o teste de diferença de médias, não paramétrico, de Kruskal-Wallis. O IDS foi segregado por nível de governança, por classificação na Lei 10.165/2000, ou seja, se exercem atividade poluidora ou utilizadora de recursos naturais, e por fim por setor. Conforme a Tabela 16, o teste de Kruskal-Wallis foi empregado para verificar diferença de média dentro desses grupos, assim observa-se que a hipótese nula de que as médias são equivalentes é rejeitada.

Tabela 16: Testes de diferença de média Kruskal-Wallis dos dados do IDS

Índice de Divulgação Socioambiental por Nível de Governança						
Nível de Governança	Média	Desvio padrão	Mín.	Máx.	Obs.	K-W
Bovespa Mais	34.9	13.81	20	54.12	5	
Nível 1	61.02	18.8	11.76	88.24	73	
Nível 2	49.38	15.14	14.12	84.71	38	
Novo Mercado	52.48	14.64	10.59	82.35	257	
Tradicional	49.93	14.55	14.12	83.53	137	
Qui-quadrado						36.559***
P-valor						0.0001
Índice de Divulgação Socioambiental Segregados pelo Potencial de Poluição						
Lei 10.165/2000	Média	Desvio padrão	Mín.	Máx.	Obs.	K-W
Média dos setores PPURN	54.78	15.68	10.59	88.24	374	
Média dos setores fora do PPURN	46.29	14.35	11.76	72.94	136	
Qui-quadrado						28.146***
P-valor						0.0001
Índice de Divulgação Socioambiental por Setor						
Setores	Média	Desvio padrão	Mín.	Máx.	Obs.	K-W
Bens Industriais	50.52	12.68	14.12	72.94	86	
Consumo Cíclico	42.51	12.11	15.29	71.76	65	
Consumo não Cíclico	50.14	14.25	11.76	77.65	63	
Materiais Básicos	53.47	15.9	14.12	82.35	67	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	48.89	18.82	18.82	76.47	14	
Saúde	51.96	13.54	14.12	68.24	18	
Tecnologia da Informação	40.24	9.42	28.24	50.59	10	
Telecomunicações	57.01	7.1	44.71	68.24	22	
Utilidade Pública	58.83	17.21	10.59	88.24	165	
Qui-quadrado						72.755***
P-valor						0.0001

Fonte: dados da pesquisa.

Nota: *** Significativo a 1%.

No tópico 4.1.2.2, foram analisadas as diferenças de média entre as empresas que possuem o relatório de sustentabilidade comparando-as com aquelas que não o fazem. De maneira geral, empresas que possuem uma governança mais bem desenvolvida, ou seja, com um conselho de administração mais independente, com a presença de comitê de auditoria, com mais ações em circulação, bem como aquelas com melhor desempenho financeiro tendem a divulgar o relatório de sustentabilidade. Portanto, além de elaborarem o relatório de sustentabilidade, as empresas que estão nos segmentos diferenciados de governança corporativa divulgam mais informações relacionadas à RSC. As empresas do Nível 1 e Novo mercado divulgam, em média, 60% dos itens do indicador.

Das empresas que possuem o relatório de sustentabilidade cerca de 80% possuem o tamanho do conselho entre 5 e 11 membros, conforme a recomendação do IBGC. No entanto, o nível de divulgação médio de informações é na faixa de 52% tanto para quem segue a recomendação quanto para quem não segue. Em relação à independência do conselho, cerca de 60% das observações, apresentam mais de 20% dos membros independentes. Contudo, a

média de itens divulgados nas empresas que possuem menos membros independentes é maior, cerca de 54%, já para quem possui mais de 20% do conselho independente a média é de 52%.

O comitê de auditoria está presente em 44% das observações e a média de divulgação das empresas que o constituem é de 53%, contra 52% daquelas que não o tem. Assim, observa-se que, de maneira geral, a variação do nível de divulgação é pequena entre aquelas empresas que seguem as recomendações de boas práticas de governança quando comparadas com aquelas que não estão dentro dos parâmetros desejáveis. A baixa variabilidade dos dados pode estar relacionada à maior padronização, visto que o modelo GRI está presente em mais de 80% das observações.

Assim, o segmento de governança, de maneira geral, afeta o nível de divulgação, mas as características de governança corporativa, tais como, tamanho do conselho e independência, estão relacionadas à decisão de elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade ou não. Tal fato é observado tanto nas diferenças de médias do item 4.1.2.2 quanto na regressão logística, que testa a probabilidade da empresa elaborar ou não o relatório de sustentabilidade dado às características governança, no item 4.3.

Além do segmento de listagem, outro fator que afeta o nível de divulgação é a atividade/setor que a empresas está inserida, pois, em média, a empresas que estão classificadas no PPURN possuem maior divulgação. As atividades destacadas na Lei 10.165/2000 abarcam empresas dos setores de bens industriais, utilidade pública, consumo não cíclico, consumo cíclico, materiais básicos, petróleo, gás e biocombustível, saúde e tecnologia da informação. Porém, não são todas as empresas destes setores que realizam atividades elencadas na Lei 10.165/2000.

A média de divulgação dos setores gira em torno de 50% dos itens elencados no IDS. O setor que possui o maior percentual de divulgação é o de utilidade pública, que abrange empresas de saneamento e de energia elétrica. A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), em sua Resolução nº 444/01 e em seu Despacho nº 3.034/06, recomenda, fortemente, a publicação do balanço social e institui manual de elaboração de um relatório de socioambiental para empresas do setor elétrico. Assim, a média de divulgação das empresas relacionada às atividades elétricas é de 63%, ou seja, superior à média geral do setor de utilidade pública e superior à média dos demais setores.

O IDS contém itens de caráter ambiental e de caráter social, a Tabela 17 traz o indicador segregado em ambiental e social, e estes segregados em empresas que estão nas atividades elencadas na Lei 10.165/2000 e que não estão. Assim, observa-se que de maneira geral os itens sociais são mais divulgados por todos os setores.

Tabela 17: Média de divulgação dos itens ambientais e sociais

Setor	Social			Ambiental		
	Geral	PPURN	Fora do PPURN	Geral	PPURN	Fora do PPURN
Bens Industriais	57.91	62.88	49.29	41.39	42.39	39.64
Consumo Cíclico	52.28	41.10	55.91	31.22	32.27	30.80
Consumo não Cíclico	54.89	56.44	39.72	44.70	46.48	27.19
Materiais Básicos	56.97	57.13	55.32	49.14	50.60	34.21
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	53.90	0.00	0.00	42.69	0.00	0.00
Saúde	63.36	66.38	62.19	37.87	34.74	39.07
Tecnologia da Informação	49.15	51.42	45.74	29.21	40.79	11.84
Telecomunicações	66.44	0.00	0.00	45.33	0.00	0.00
Utilidade Pública	64.15	65.01	44.68	52.24	53.13	32.33

Fonte: dados da pesquisa.

Os itens sociais abarcam fatores relacionados à comunidade, à diversidade, à relação com colaboradores, aos produtos, aos serviços, aos consumidores e à conformidade. A organização, direta ou indiretamente, visa atender as demandas sociais (Carvalho, Goulart & Vieira, 2004). Assim, os relatórios de sustentabilidade trazem diversas informações, tais como de valorização da diversidade ou combate a discriminação, benefícios aos empregados e projetos comunitários. De acordo como Gray et al. (1996), as organizações querem ser percebidas como operando dentro dos limites e normas sociais. Diante disso, setores de maior risco, ou seja, aqueles classificados como PPURN, tendem a divulgar mais, conforme demonstrado na Tabela 17, pois precisam garantir que suas atividades sejam percebidas como sendo legítimas.

De maneira geral, as empresas classificadas como PPURN possuem uma maior divulgação de itens ambientais, dado seu maior impacto ambiental. O setor que mais divulga informações ambientais é o de utilidade pública, seguido pelo de materiais básicos, este último abarca atividades consideradas de alto potencial de poluição tais como, as indústrias químicas, de papel e celulose, de fertilizantes e pesticidas, transformação de aço e mineração de metais.

Portanto, a divulgação de informações é influenciada pelo segmento de listagem no qual a companhia está inserida, pois um dos pilares da governança corporativa é a transparência (IBGC, 2019; Ho & Wong, 2001). Outro ponto que faz o nível de divulgação oscilar é o setor no qual a empresa está instalada, afinal aqueles setores que oferecem maiores riscos ambientais e sociais tendem a divulgar mais informações para proteger sua reputação e influenciar as percepções dos *stakeholders* (Deegan, 2002).

4.2. Análise Fatorial do Índice de Divulgação Socioambiental (IDS)

A análise fatorial objetiva identificar, por meio da correlação entre variáveis diretamente observáveis fatores que não são observáveis (Hair et al., 2009). Assim, os itens do IDS foram segregados em sociais e ambientais para geração dos fatores, estes agrupam um conjunto de variáveis em um número menor de variáveis, facilitando assim a análise e descrição dos dados.

Para execução da análise fatorial primeiramente deve-se verificar a adequabilidade dos dados. De acordo com Hair et al. (2009), o número de observações deve ser no mínimo cinco vezes a quantidade de variáveis. Assim, para o fatorial dos dados sociais deverá haver no mínimo 235 observações e para o ambiental 190, logo a quantidade de observações está adequada, conforme demonstrado na Tabela 18.

Tabela 18: Testes de adequabilidade dos dados a análise fatorial

Testes de Adequabilidade à Análise Fatorial	Social	Ambiental
Número de Variáveis	47	38
Número de observações	510	510
Kayser-Meyer-Olkin (KMO)	0.8653	0.827
Teste de esfericidade de Bartlett		
LR teste	5964.35***	4080.11***
P-valor	0.0000	0.0000

Fonte: dados da pesquisa. Nota: *** Significativo a 1%.

O KMO é indicador que vai de 1 a 0, e quanto mais próximo de 1 melhor. Assim, conforme a escala de Friel (2009), a adequabilidade dos dados a análise fatorial é ótima, pois o valor tanto para matriz social quanto para a ambiental é superior a 0,8. Além disso, o teste de esfericidade de Bartlett rejeita a hipótese nula de que a matriz de correlações é estatisticamente igual à matriz identidade, indicando que os dados estão adequados para análise fatorial.

As matrizes de correlações tanto das variáveis sociais quanto das variáveis ambientais apresentam poucas variáveis que não possuem correlação superior 0,3 com outra variável, para Hair et al. (2009) a análise fatorial deve ser aplicada quando há variáveis com correlação superior a 0,3. Além disso, matriz anti-imagem de ambos os grupos de variáveis apresentou correlações, fora da diagonal principal, na maioria dos casos, abaixo de 0,1. Os valores da matriz de resíduos também foram em sua maioria inferiores a 0,1, indicando o bom ajuste do modelo.

A comunalidade é o percentual da variância de uma determinada variável explicada pelos fatores em comum, de acordo com Hair et al. (2009) as variáveis devem ter

comunalidades partir de 0,5 . Assim, praticamente todas as variáveis tanto ambientais quanto sociais apresentam comunalidades superiores a 0,5, sendo considerado, assim, um bom ajuste, visto que, as sete variáveis (sociais e ambientais) que apresentam valores abaixo do aceitável possuem comunalidade de 0,4. Dessa forma, os modelos apresentam um bom ajuste para análise fatorial.

Para facilitar a interpretação e seleção dos fatores foi empregada a técnica de rotação *varimax*, pois evita que uma variável possua altas cargas fatoriais para mais de um fator (Mingot, 2005). Assim, para as variáveis sociais o modelo gerou treze fatores, destes foram selecionados sete fatores com maiores autovalores. As variáveis ambientais geraram onze fatores, destes foram selecionados seis fatores, também com maior autovalor. Além, do autovalor maior que 1,0, conforme o critério de Kaiser de 1958, a seleção de fatores foi feita também com base na capacidade de interpretação do conjunto das cargas fatoriais acima de 0,3 que constitui cada fator (Hair et al., 2009).

4.2.1. Fatores Sociais

O método de rotação *varimax* retornou treze fatores com autovalores superiores a 1, a variância acumulada destes fatores foi de 54,74%. Porém, os sete fatores escolhidos para análise possuem autovalor maior que 2 e possuem uma variância acumulada de 36,28%. Assim, a seleção foi dada por meio do autovalor e pelo número de coeficientes (cargas fatoriais) superiores a 0,3 dentro de cada fator, dessa forma das 47 variáveis sociais 31 compõem os sete fatores selecionados, conforme demonstrado na Tabela 19.

A análise fatorial agrupou os dados em sete fatores que foram denominados de: colaboradores, direitos sociais, partes externas, saúde e segurança, relação com a comunidade, relações trabalhistas e sustentabilidade. Diante disso, essas novas variáveis que foram geradas são os fatores, não observáveis diretamente, e resumem o conjunto de dados.

Tabela 19: Fatores sociais

Fatores Sociais	Colaboradores	Direitos Sociais	Partes externas	Segurança e saúde	Relação com a comunidade	Relações Trabalhistas	Sustentabilidade
Colaboradores por gênero	0.652	0.286	0.084	0.084	0.025	0.039	0.095
Colaboradores por idade	0.645	0.247	-0.022	-0.051	0.070	0.420	0.041
Colaboradores por categorias funcionais	0.657	0.037	0.196	0.127	0.100	0.188	0.098
Colaboradores por região	0.685	0.089	0.126	0.126	0.006	-0.059	0.004
Colaboradores temporários, jovem aprendiz, estagiários e terceirizados.	0.362	0.264	0.164	0.208	0.148	0.111	-0.022
Combate à corrupção	0.165	0.681	0.096	-0.013	0.163	0.008	0.193
Combate ao trabalho infantil	0.214	0.556	0.141	0.180	0.065	0.198	0.052
Diversidade e igualdade entre os colaboradores	0.139	0.406	0.101	0.250	0.123	0.181	0.186
Sindicatos e negociação coletiva	0.377	0.504	0.191	0.141	0.222	0.051	0.136
Compromisso com direitos humanos	0.381	0.519	0.113	0.224	0.097	-0.109	0.182
Incentivos fiscais	-0.067	0.063	0.409	-0.155	0.053	-0.055	0.044
Relacionamento, avaliação e gestão dos fornecedores.	0.155	0.343	0.467	0.036	0.102	-0.046	0.184
Multas e sanções	0.270	0.171	0.575	0.234	0.069	0.108	0.004
Indenizações	-0.040	-0.021	0.479	0.197	0.079	0.417	0.061
Queixas e reclamações	0.226	-0.016	0.457	0.129	0.334	0.044	0.220
Processos administrativos, ações judiciais e autos de infração.	0.161	0.166	0.677	0.039	0.082	0.157	0.029
Acidentes com colaboradores	0.113	0.052	0.080	0.801	0.102	0.052	0.026
Saúde e segurança do trabalho	0.007	0.197	0.073	0.611	0.121	-0.097	-0.028
Lesões, absenteísmo, óbitos, doenças ocupacionais e dias perdidos.	0.224	0.095	0.078	0.711	0.017	0.126	0.097
Canais de comunicação com a sociedade	0.112	0.057	0.218	-0.053	0.530	0.103	-0.109
Contratações	-0.059	0.218	0.050	0.186	0.557	0.237	0.085
Treinamentos e capacitação	-0.107	0.164	-0.146	0.244	0.529	0.034	0.044
Denúncias	0.208	0.329	0.301	0.087	0.419	0.081	-0.096
Gestão de riscos	0.306	-0.008	0.141	-0.030	0.549	-0.120	0.220
Reclamações e indenizações trabalhistas	-0.158	-0.101	0.240	0.198	-0.122	0.540	-0.028
Demissões	0.187	0.013	0.130	0.015	0.169	0.702	0.024
Rotatividade	0.327	0.307	0.020	-0.003	0.191	0.581	-0.063
Impacto nas comunidades locais.	0.129	0.066	0.057	0.076	0.123	0.098	0.550
Desenvolvimento das comunidades locais	0.184	0.069	0.124	0.110	0.015	0.009	0.683
Adesão aos objetivos de desenvolvimento sustentável	-0.076	0.277	-0.041	-0.049	0.028	-0.058	0.591
Comitê de sustentabilidade	0.087	0.113	0.073	0.082	0.027	-0.043	0.356
Variância Explicada %	6.74	5.64	5.38	5.05	4.65	4.49	4.34
Variância Acumulada %	6.74	12.38	17.75	22.80	27.45	31.94	36.28

Fonte: dados da pesquisa.

O fator colaborador apresenta a segregação dos trabalhadores encontrada nos relatórios de sustentabilidade. Em linhas gerais, os relatórios trazem a quantidade de funcionários, e, em alguns casos, a remuneração, separados por gênero, idade, região, categoria funcional e tipo de contrato (efetivo, estagiário, dentre outros). O objetivo é demonstrar a diversidade da empresa. De acordo com Wailes e Michelson (2008), ao investir em respeito à diversidade ou em práticas não discriminatórias, as organizações são percebidas como mais responsáveis, logo contribui para legitimidade social.

De acordo com Saraiva e Irigaray (2009), os discursos empresariais abordam uma nova visão organizacional, trazendo uma visão de cidadão, ao invés de empregado, e de comunidade, ao invés de empresa. Assim, outro fator que descreve as variáveis sociais é o fator social que agrupa as informações referentes ao combate à corrupção, ao trabalho infantil, defesa aos direitos humanos e a igualdade e os acordos e negociações coletivas.

O trabalhador é um dos principais pontos dos relatórios de sustentabilidade, no que tange os quesitos sociais, conforme observado nos fatores elencados na Tabela 19. Além do fator colaborador, os fatores saúde e segurança e relações trabalhistas, também são destinados aos trabalhadores. De maneira geral, as empresas costumam segregar, no relatório de sustentabilidade, o número de trabalhadores contratado, demitidos e a taxa de rotatividade, em alguns casos, essas categorias ainda são subdivididas por idade, gênero, região dentre outras.

O fator segurança e saúde também é um dos quesitos relacionados ao capital humano. A divulgação costuma destacar o número de dias sem acidentes, além disso, a Comissão Interna de Prevenção de Acidentes (CIPA) está presente em quase todas as empresas analisadas. Os dados costumam ser segregados em acidentes com óbitos e sem óbitos, lesões e doenças ocupacionais, além de trazer o número de absenteísmo e dias perdidos. Além dessas informações, os relatórios trazem ainda dados de investimentos para melhorar o bem-estar do trabalhador, como a concessão de benefícios e plano de saúde.

As empresas adotam práticas de proteção ao trabalhador ou mesmo buscam uma proximidade como a população, conforme demonstrado no fator relações com a comunidade, pois visam, de acordo com Lounsbury e Crumley (2007), legitimar-se perante o mercado ou com os clientes, conforme Wailes e Michelson (2008). Apesar dessa busca por legitimidade, as empresas divulgam pontos negativos em seus relatórios tais como, litígios judiciais e acidentes com colaboradores, mas também colocam medidas que são tomadas para evitar essas fatalidades.

As práticas, bem como a adesão do comitê de sustentabilidade, vêm crescendo nas empresas da B3, conforme demonstrado no fator sustentabilidade. Além disso, as empresas

estão cada vez mais buscando contato com as partes externas e desenvolvimento da região na qual estão instaladas. Os relatórios de algumas empresas destacam projetos sociais, ONGs e fundações criadas e mantidas pelas empresas. Para Porter e Kramer (2011), os programas de responsabilidade social surgiram para melhorar a reputação empresarial. Porém para os autores, além dessa preocupação, as empresas devem investir em gerar valor compartilhado que consiste em atender as necessidades da sociedade, como um todo, para assim, melhorar o resultado empresarial.

4.2.2. Fatores Ambientais

O método de rotação *varimax* retornou onze fatores com autovalor superior a 1, a variância acumulada destes fatores foi de 54,30%. Porém, foram escolhidos seis fatores para análise que possuem autovalor maior que 1,0 e uma variância acumulada de 33,54%. Assim, a seleção foi dada por meio do autovalor e pelo número de coeficientes (cargas fatoriais) superiores a 0,3 dentro de cada fator, dessa forma das 38 variáveis ambientais 27 compõem os seis fatores selecionados, conforme demonstrado na tabela 20.

A análise fatorial agrupou os dados ambientais em seis fatores que foram denominados de preservação, combustíveis, água e energia, gestão ambiental, impactos e divulgação e certificações. Diante disso, essas novas variáveis que foram geradas são os fatores, não observáveis diretamente, que resumem o conjunto de dados.

Tabela 20: Fatores ambientais

Fatores Ambientais	Preservação	Combustíveis	Água e energia	Gestão Ambiental	Impactos e Divulgação	Certificações
Preservação da biodiversidade	0.532	0.125	0.336	0.159	0.257	0.279
Áreas degradadas	0.846	0.106	-0.043	0.074	0.023	-0.072
Recuperação de áreas degradadas	0.811	0.102	-0.097	-0.007	0.129	-0.010
Preservação da fauna e flora	0.552	0.246	0.115	0.039	0.097	0.359
Utilização de Combustíveis Fósseis	0.104	0.689	-0.043	0.093	-0.057	0.164
Utilização de recursos renováveis	0.029	0.598	0.206	0.117	0.059	0.172
Utilização de recursos não renováveis	-0.024	0.445	0.329	0.254	-0.064	0.124
Consumo de combustíveis	0.162	0.567	0.050	0.015	0.164	0.020
Recursos energéticos por fonte (hidráulica, carvão, biomassa, eólica e solar)	0.221	0.598	-0.004	0.136	0.087	-0.038
Descarte de água e efluentes	0.051	0.001	0.670	0.186	0.051	0.042
Redução do consumo de água e energia	-0.040	0.058	0.349	0.270	0.226	-0.100
Consumo de água e energia	-0.121	0.322	0.342	0.172	0.142	-0.141
Emissão de Gases de efeito estufa	-0.011	0.377	0.486	-0.101	0.179	0.019
Impactos ambientais	0.116	0.079	0.543	0.049	-0.006	0.145
Reutilização, tratamento ou reciclagem da água	0.001	0.011	0.397	0.541	0.206	-0.001
Gestão ambiental	0.042	0.232	-0.065	0.482	0.130	0.130
ISO 14.000 e 14.001	0.025	0.138	0.052	0.612	-0.026	0.181
Destinação de resíduos	0.088	0.117	0.131	0.541	0.169	0.072
Resíduos sólidos e não sólidos	0.158	0.081	-0.015	0.479	-0.151	-0.085
Impactos na Biodiversidade	0.193	0.018	0.092	-0.041	0.638	-0.063
Habitats protegidos ou restaurados	0.423	0.138	0.212	0.017	0.456	0.182
Apresentação do Balanço social	0.119	-0.053	-0.113	0.081	0.547	0.190
Vazamentos e derramamentos	0.031	0.166	0.120	0.220	0.505	0.083
Qualidade da água	0.284	0.138	0.125	0.288	0.221	0.309
Certificados e licenças ambientais	0.289	0.166	0.192	0.044	0.214	0.364
Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL)	0.090	0.055	0.058	0.176	-0.026	0.678
Investimentos e gastos ambientais	-0.078	0.125	-0.074	-0.031	0.140	0.620
Variância Explicada %	6.960	6.360	5.330	5.330	4.910	4.650
Variância Acumulada	6.960	13.320	18.650	23.980	28.890	33.540

Fonte: dados da pesquisa.

As questões ambientais permeiam pela sociedade, estão nas convenções das Nações Unidas (ONU), nos jornais e dentro das empresas. Um dos tópicos principais dessa discussão é o aquecimento global, este fato reflete nos relatórios de sustentabilidade. Conforme demonstrado na Tabela 20, um fator é destinado a combustíveis e outro a água energia. Um dos principais pontos para redução das emissões dos gases do efeito estufa é produção de energia limpa. Diante disso, cada vez mais as empresa vêm buscando a substituição dos combustíveis fósseis, por combustíveis renováveis.

Outro fator associado a mudanças climáticas é a degradação ambiental, de acordo com o Instituto Nacional de Pesquisas Espaciais [INPE] (2019), cerca de 58% das emissões dos gases de efeito estufa são provenientes de queimadas e do desmatamento. Assim, algumas empresas buscam reparar os danos causados e preservar a biodiversidade reflorestando, investindo em energia solar, eólica dentre outras que não gerem gases poluentes.

Para Hoffman (2005) e Porter e Kramer (2011), a doação de uma cadeia produtiva mais sustentável não está ligada a maiores custos e sim a vantagem competitivas. Para Porter e Kramer (2011), a tendência é que a tecnologia viabilize a melhor utilização dos recursos naturais por toda a cadeia produtiva. Hoffman (2005) destaca vantagens competitivas, tais como reciclagem ou reutilização de produtos e insumos, além de aumento de eficiência de processos, dado o maior investimento em tecnologia. Assim, em longo prazo, o investimento em práticas sustentáveis gera retornos positivos para empresas.

Outro ponto que merece destaque nas divulgações ambientais são as certificações. A ISO 14.000 e 14.001 são certificações dadas a empresas que desenvolvem um sistema de gestão ambiental. De acordo com Fryxell e Szeto (2002), a certificação ajuda a empresa manter a conformidade regulatória, além de colaborar na boa gestão de recursos, tais como resíduos, água, energéticos dentre outros.

Assim, em linhas gerais, os relatórios de sustentabilidade trazem informações referentes aos anseios da sociedade, tais como emissões de poluentes e medidas para combatê-los. Outro ponto divulgado são os recursos energéticos e consumo de água. Uma precaução das empresas também é com a destinação de resíduos, dado que os mesmos podem poluir rios e o solo. Dessa forma, as questões ambientais são abordadas como forma de demonstrar a cadeia produtiva ou mesmo as medidas adotadas para melhorar o ambiente no qual a instituição está inserida.

4.3. Modelo de Regressão Logística

A regressão logística foi utilizada para verificar a probabilidade das empresas elaborarem e divulgarem o relatório de sustentabilidade dado às características governança. Primeiramente, para verificar possíveis correlações entre as variáveis explicativas foi gerada matriz de correlações de *Pearson*. De acordo com Mukaka (2012), correlações superiores a 0,7, são consideradas forte. A Tabela 21 traz as correlações entre as variáveis explicativas.

Tabela 21: Matriz de correlações de Pearson dos dados da regressão logística.

	TCA	IC	AUDIT	CC	NG	PPURN	TAM	ROA	ALAV
TCA	1.000								
IC	0.077	1.000							
AUDIT	0.269	0.267	1.000						
CC	-0.226	-0.352	-0.148	1.000					
NG	0.228	0.553	0.263	-0.352	1.000				
PPURN	0.043	-0.122	-0.020	0.094	-0.124	1.000			
TAM	0.496	0.302	0.372	-0.155	0.326	0.120	1.000		
ROA	0.168	0.086	0.087	-0.087	0.121	-0.046	0.220	1.000	
ALAV	-0.142	-0.155	-0.071	0.101	-0.241	0.056	-0.220	-0.572	1.000

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que não há variáveis com correlação forte no modelo, diante disso foram realizados os demais testes para validação, bem como para seleção do modelo. O *pseudo R2* nos informa que o ajustamento global do modelo é de aproximadamente 30%. Porém, no modelo *logit*, o que interessa é a capacidade classificação correta do modelo, que é dada pela matriz de classificação, conforme demonstrado na Tabela 22.

O modelo classifica corretamente 76,69% das observações. A sensibilidade de 61,76% indica o quanto o modelo acerta para valores de $Y=1$, que no caso é a empresa possuir o relatório de sustentabilidade. Já a especificidade de 85,52% indica o quanto o modelo acerta para valores de $Y=0$, que representa as empresas que não possuem relatório de sustentabilidade. A curva ROC relaciona a sensibilidade com a especificidade, sendo que quanto maior a área sob a curva ROC melhor é o poder preditivo do modelo. Dessa forma, um ajuste geral de 76,69% e uma curva ROC de 0.8451 indicam que o ajuste do modelo está adequado.

Tabela 22: Modelos de regressão logística - pooled, efeito fixo e aleatório.

Modelo de Regressão Logística							
Variáveis	Efeito Marginal	Logit Pooled		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
		Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
TCA	0.179***	0.218***	0.029	0.072	0.055	0.178***	0.050
IC	0.016**	0.010***	0.004	0.023*	0.013	0.022***	0.008
AUDIT	0.282	0.172	0.154	0.105	0.494	0.514	0.459
CC	0.006	0.015***	0.004	-0.006	0.010	0.005	0.008
NG	1.141	0.592***	0.181	0.946	0.768	0.909**	0.452
PURN	1.798***	0.675***	0.148	Omitida		1.549***	0.509
TAM	1.691***	0.555***	0.053	1.959***	0.584	1.596***	0.182
ROA	0.021	0.025***	0.009	0.011	0.021	0.031*	0.018
ALAV	0.002	0.005**	0.002	-0.016	0.014	0.007	0.007
CONSTANTE	-	-12.930***	0.847	-	-	-30.200***	3.404
Número de Observações			1373	395		1373	
Número de Grupos			247	67		247	
Testes de Validação Logít				Testes Para seleção do modelo Logít			
Pseudo R2			30%	Likelihood-ratio Teste			411.73***
Sensibilidade (cutoff 0,5)			61.76%	P-valor			0.000
Especificidade (cutoff 0,5)			85.52%	Teste de Hausman			2.00
Ajuste geral do modelo			76.69%	P-valor			0.981
Área da curva ROC			0.8451				

Fonte: dados da pesquisa. Nota: *** Significativo 1%; ** Significativo 5%; *Significativo 10%.

Para seleção do modelo mais adequado entre o estimador *pooled*, hipótese nula ou painel, hipótese alternativa, utiliza-se o *Likelihood-ratio* teste. Assim, o p-valor de 0.0000 indica que o modelo de dados em painel é preferível ao modelo *pooled*. Para verifica entre o modelo de efeitos aleatórios e efeitos fixos, utiliza-se o teste Hausman. Assim, o p-valor 0.981 nos informa que hipótese alternativa foi rejeitada, logo o modelo adequado é o de efeitos aleatórios. Além disso, o modelo de efeitos fixos reduz as observações de 1373 para 395, considerando apenas 67 empresas das 247 empresas, logo este modelo não é adequado.

No entanto, no modelo de regressão logística, não há uma interpretação direta dos coeficientes estimados, análise é feita pelo efeito marginal. Os resultados apontam que foram significativas as variáveis TCA, IC, PPURN e TAM, além disso, todas as variáveis significativas tiveram o sinal esperado.

A divulgação voluntária de informações está sujeita aos critérios e necessidades gerenciais. Assim, é necessário um conselho eficaz para alinhar a necessidade informacional da empresa com os interesses dos acionistas (Cheng e Courtenay, 2006). De acordo com John e Senbet (1998), a eficácia do conselho de administração está relacionada com a composição, tamanho e independência.

Assim, observa-se na Tabela 22 que o aumento no tamanho do conselho aumenta a probabilidade da empresa aderir ao relatório de sustentabilidade. Apesar do resultado significativo, o conselho possui um tamanho ótimo, que gira em torno de 5 a 11 membros,

conforme a recomendação do Código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC. Afinal, os estudos de Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993) apontam que apesar de conselhos grandes possuírem mais membros para monitorar e realizar as tarefas, a comunicação entre esses membros, bem como a tomada de decisão são menos eficientes, devido a maior chance de conflitos decorrentes das diferentes opiniões.

Os conselhos muito grandes podem ser ineficientes, mas conselhos muito pequenos, apesar da maior facilidade de comunicação, de gerenciamento e de tomada de decisão, podem ter uma carga de trabalho, para cada membro, muito alta, limitando a capacidade de monitoramento do conselho (Ahmed et al., 2006; Dey, 2008). Além disso, a gama de profissionais é menor, tendo uma menor diversificação de formação e conhecimento (Guest, 2009). Diante desses fatores, os conselhos muito pequenos podem acabar priorizando outras áreas e atividades e deixando de lado a geração de informações socioambientais.

Portanto, observa-se na Tabela 13, do item 4.1.2.2., que, em média, o tamanho do conselho de administração das empresas que apresentam o relatório de sustentabilidade é maior quando comparadas com aquelas que não apresentam, porém não passa de 11 membros. Outro ponto evidenciado na Tabela 13 é que as empresas que divulgam o relatório não violam o mínimo de três membros no conselho de administração estipulados pela Lei 6.404 /76.

Assim, o conselho de administração deve se adequar a necessidade da empresa, considerando aspectos como tamanho da empresa e complexidade do negócio (Krishnan & Visvanathan, 2009; Pathan, 2009). O coeficiente positivo e significativo corrobora com os estudos de Said et al. (2009), Jizi et al. (2014), Javaid et al. (2016), Kaymak e Bektas (2017), Oh et al. (2018), Garas e Elmassah (2018), que também encontraram relações positivas entre *disclosure* socioambiental e tamanho do conselho.

Outro ponto que afeta a decisão de divulgação voluntária das atividades de RSC é a independência do conselho, que apresentou o efeito marginal positivo e significativo. De acordo com Webb (2004), os membros independentes possuem mais incentivo para proteger os interesses dos acionistas. Para o autor, o conselho independente aprimora a imagem corporativa e melhora o monitoramento. Assim, buscam se envolver em atividades de RSC para melhorar a imagem corporativa. De acordo com Forker (1992), conselheiros independentes melhoram a divulgação e reduzem os benefícios de reter informações.

As vantagens de monitoramento estão relacionadas ao menor envolvimento dos membros do conselho com o desenvolvimento de estratégias e políticas dos negócios, ou seja, são mais impessoais (John & Senbet, 1998; Ahmed et al., 2006; Cheng & Courtenay, 2006). Assim, essa impessoalidade faz com que os membros independentes sejam mais objetivos,

além de terem mais liberdade de questionar decisões gerenciais e realizar um melhor monitoramento (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998). Portanto, os membros externos representam melhor os *stakeholders*, pois possuem um melhor diálogo com grupos de fora da organização, além de resistirem mais a pressões de grupos dominantes, melhorando, assim, a transparências e divulgação (Carroll, 2000).

Dessa forma, o resultado positivo e significativo da variável independência do conselho de administração corrobora com estudos de Jizi et al. (2014), Javaid et al. (2016), Kaymak e Bektas (2017), Oh et al. (2018) e Garas e Elmassah (2018) que também evidenciaram um maior *disclosure* socioambiental.

O PPURN apresentou relação positiva e significativa com a probabilidade da empresa publicar o relatório de sustentabilidade. Empresas com alto impacto ambiental sofrem maiores pressões para adotarem medidas no sentido de reduzir os riscos de sua atividade, além disso, precisam manter a sua legitimidade (Liu & Zhang, 2017). Diante disso, é natural que organizações que possuem maior risco de afetar negativamente a sociedade possuam um maior esforço em demonstrar que também adotam medidas para inibir eventuais desastres ou ao que menos buscam recuperar áreas degradadas.

O tamanho da empresa, medido pelos ativos totais, também apresentou uma relação positiva e significativa com a probabilidade de divulgar o relatório de sustentabilidade. Para Frias et al. (2014), empresas maiores possuem mais problemas de assimetria de informações, além disso, são mais visíveis no mercado, possuindo assim mais incentivos para divulgação voluntária. De acordo com Giner (1995), a divulgação de mais informações, além das obrigatórias, tem como objetivo manter boas relações com possíveis credores e assim obterem recursos com melhores condições.

Portanto, empresas maiores possuem mais condições de investirem em divulgação de RSC e beneficiam-se da divulgação voluntária, no sentido de reduzir custos de agência decorrentes de problemas de assimetria de informações, além de terem vantagem competitiva na obtenção de recursos de terceiros. O resultado da variável tamanho da empresa corrobora com o estudo de Ricardo et al. (2017) e Frias et al. (2014).

As variáveis comitê de auditoria, concentração de capital, ROE e alavancagem não apresentaram relações significativa como a probabilidade de divulgar o relatório de sustentabilidade. Ricardo et al. (2017) também não encontrou relação significativa entre o ROE e a divulgação. A concentração de capital, conforme demonstrado na Tabela 13 do item 4.1.2.2, não apresenta diferença de médias entre empresas que publicam o relatório de sustentabilidade e aquelas que não publicam.

Portanto, a divulgação ou não do relatório de sustentabilidade possui relação como a composição do conselho de administração e como as características da empresa, tais como tamanho e atividade desenvolvida. Diante disso, o ato de elaborar ou não o relatório é permeadas de questões relacionadas ao interesse da administração, a disponibilidade, e ao interesse de manter boas relações com os *stakeholders*. Assim, a divulgação socioambiental é uma forma de demonstrar a sociedade sua conformidade e preocupação socioambiental, para assim serem percebidas como legítimas, e conseqüentemente, continuarem operando suas atividades.

4.4. Análise de regressão Linear Múltipla

A regressão linear foi utilizada para verificar se o nível de divulgação socioambiental é afetado pelas características de governança corporativa. Primeiramente, para verificar possíveis correlações entre as variáveis explicativas foi gerada matriz de correlações de *Pearson*. A Tabela 23 traz as correlações entre as variáveis explicativas.

Tabela 23: Matriz de correlações de *Pearson* dos dados da regressão linear múltipla.

	TCA	IC	AUDIT	CC	NG	PPURN	TAM	ROA	ALAV
TCA	1.000								
IC	-0.207	1.000							
AUDIT	0.151	0.174	1.000						
CC	-0.328	-0.362	-0.129	1.000					
NG	0.048	0.451	0.164	-0.457	1.000				
PPURN	0.025	-0.007	-0.089	0.073	0.025	1.000			
TAM	0.367	0.007	0.249	-0.163	0.134	0.052	1.000		
ROA	-0.009	0.064	0.019	-0.098	-0.055	-0.050	-0.046	1.000	
ALAV	0.109	-0.128	0.075	0.194	-0.096	0.021	0.105	-0.472	1.000

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se que não há variáveis com correlação forte, diante disso foram realizados os demais testes para validação, bem como para seleção do modelo, conforme demonstrado pela Tabela 24. O valor da estatística VIF foi menor que 4, logo não há problemas de multicolineariedade. O *R-squared* de 17% indica o ajustamento global do modelo. O teste RESET indica que não há problemas de especificação. O teste de Breusch-pagan nos indica que não a problemas de heterocedasticidade no modelo *pooled*.

Tabela 24: Modelos de regressão linear múltipla *Pooled*, efeito fixo, efeito aleatório e MQG

Modelos de Regressão Linear Múltipla								
Variáveis	Pooled		Efeito Fixo		Efeito aleatório		MQG	
	Coef.	Std.Err.	Coef.	Std.Err.	Coef.	Std.Err.	Coef.	Std.Err.
TCA	0.056	0.220	0.174	0.358	-0.073	0.256	-0.049	0.129
IC	-0.031	0.035	0.002	0.046	-0.020	0.037	-0.033	0.020
AUDIT	0.127	1.367	0.175	2.007	0.045	1.600	-0.618	0.741
CC	0.114***	0.036	-0.081	0.053	0.019	0.041	0.376***	0.020
NG	4.312**	1.747	-4.965	4.351	-0.525	2.424	13.540***	0.930
PURN	7.541***	1.460	0.000	(omitted)	8.604***	2.484	3.681***	0.946
TAM	3.026***	0.476	6.979***	2.596	3.496***	0.770	1.850***	0.317
ROA	-0.143	0.106	-0.224**	0.108	-0.174*	0.098	-0.211	0.061
ALAV	-0.032	0.032	-0.141**	0.069	-0.045	0.042	-0.025	0.017
CONSTANTE	-8.232	8.040	-41.650	41.790	-6.232	12.280	-7.045	5.021
Observações	510		510		510		510	
Grupos	120		120		120		120	
Testes de Adequabilidade do Modelo			Testes para escolha do modelo			Validação do Modelo		
R-squared		17%	Teste Chow		5.04	Teste de Wooldridge		0.083
VIF		1.38	P-valor		0.0000	P-Valor		0.7745
Teste de Hetero. Breusch-pagan		0.11	Teste do Mult. Lagrange		180.7	Teste de Wald		27290
P-valor		0.7364	P-valor		0.0000	P-valor		0.0000
Teste RESET		1.03	Teste Hausman		13.29	Lr Teste: MQG		340.72
P-valor		0.3787	P-valor		0.1021	P-valor		0.000

Fonte: dados da pesquisa. Nota: *** Significativo 1%; ** Significativo 5%; *Significativo 10%.

Para seleção do modelo mais adequado entre o estimador *pooled*, hipótese nula (H_0) ou painel de efeitos fixos, hipótese alternativa (H_a), foi utilizada o teste Chow que rejeitou o modelo *pooled*. O teste do multiplicador de Lagrange, de Breusch-Pagan, testa o modelo *Pooled* versus o painel de feitos aleatórios, e indica que o modelo aleatório é mais adequado. O teste Hausman também indica que o modelo aleatório possui as melhores estimativas.

O teste de Wald modificado indica problemas de heterocedasticidade no modelo de dados em painel. Em compensação, não há problemas de autocorrelação, conforme demonstrado pelo teste de Wooldridge. Assim, foi gerado o modelo de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para painéis heterocedásticos, pois o teste *Likelihood-ratio test* (LRtest) indicou problemas de heretocedasticidade no modelo MQG, logo para fins de análise este modelo é o que gera as estimativas mais robustas. Além disso, observa-se que os erros padrão são menores no MQG indicando melhor adequabilidade do modelo.

Os resultados apontam que foram significativas as variáveis CC, NG, PPURN e TAM. Além disso, com exceção da concentração de capital, todas as demais variáveis significativas tiveram o sinal esperado.

Era esperada relação negativa e significativa entre a concentração de capital e o nível de divulgação. Pois, empresas com o capital concentrado podem estar menos voltadas para o mercado externo, logo os custos com investimento em atividade de RSC, bem como a

divulgação podem superar os benefícios obtidos, afinal a maior parte de captação de recursos é via financiamento de terceiros (Ghazali, 2007).

No entanto, a relação positiva da concentração de capital com o nível de divulgação pode ser explicada pelo fato que empresa com o capital disperso, dificilmente teria acionistas com disponibilidade e poder de decisão para decidir e monitorar decisões de RSC, pois estariam mais voltados para interesses próprios. Além disso, grandes acionistas têm mais poder para afetar as decisões corporativas (Oh et al., 2011).

De acordo com McConnell e Servaes (1990) e Davis, Schoorman e Donaldson (1997), o capital concentrado faz com que as decisões sejam tomadas maximizando o valor dos acionistas. Assim, se há indícios que as atividades socioambientais aumentem o valor das empresas, logo haverá maiores incentivos para fazê-las e divulgá-las (Oh et al., 2011). O resultado corrobora com os estudos de Said et al. (2009), Choi et al. (2013), Dias et al. (2017) e Garas e Elmassah (2018) que também encontraram uma relação positiva e significativa entre concentração de capital e nível de divulgação.

De acordo com Liu e Zhang (2017), altos níveis de governança podem evitar atos ilegais ou comportamentos contrários a transparências. Para os autores, o pilar da RSC é a governança corporativa. Afinal, empresas com uma boa estrutura de gestão podem salvaguardar os direitos dos *stakeholders*, além de possuírem uma estrutura interna adequada para que haja tempo, recursos e disposição para os investimentos necessários em atividades socioambientais.

A empresa estar listada em segmento diferenciado de governança corporativa contribui com o nível de divulgação socioambiental. A transparência é um dos pilares da governança corporativa, assim, empresas com uma governança mais estruturada, como as do Novo Mercado e do Nível 2, visam reduzir a assimetria informacional entre os *stakeholders*. Para Iatrides (2013) além da quantidade de informação divulgada, a qualidade das informações socioambientais é influenciada pelo nível de governança. Esse resultado corrobora com os achados de Bomfim et al. (2015), Rover (2013) e Rover e Santos (2014).

Empresas classificadas como potencialmente poluidoras ou utilizadoras de recursos naturais tendem a divulgar mais informações devido a sua atividade fim. Afinal, produzem mais resíduos, utilizam mais recursos energéticos, poluem mais ou possuem maiores riscos para trabalhadores ou para comunidade, devendo criar mecanismos para mitigar tragédias. Diante disso, buscam investir em RSC, bem como na sua divulgação para reduzir a ameaça de perda de legitimidade (Chen et al., 2008).

Assim, o coeficiente positivo e significativo da variável PPURN indica que as empresas que oferecem maiores riscos ambientais buscam, por meio da divulgação de informações socioambiental gerenciar impressões a respeito da organização (Gray et al., 1995). Afinal, precisam enfrentar maiores pressões de ONGs, ativistas, governo e *stakeholders* em geral. Esse resultado corrobora com os achados de Rover (2013), Marquezan, Seibert, Bartz, Barbosa e Alves (2015) e Rover e Santos (2014).

O tamanho da empresa apresentou uma relação positiva e significativa com o nível de divulgação socioambiental. As empresas maiores por serem mais visíveis e requisitadas por *stakeholders* envolvem-se em atividade de RSC para manterem sua reputação e assim serem vistas como mais legítimas (Cowen, Ferreri & Parker, 1987). Além, de produzirem informações socioambientais para prestarem contas à sociedade, empresas maiores possuem mais recursos para investirem em divulgação voluntária (Siregar & Bachtiar, 2010; Werther & Chandler, 2005; Graafland, Van, & Stoffele, 2003; Ho & Taylor, 2007).

O tamanho da empresa também foi positivo e significativo nos estudos de Said et al. (2009), Choi et al. (2013), Giannarakis (2014), Farooq et al. (2015), Habbash (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017), Dias et al. (2017), Oh et al. (2018), Garas e Elmassah (2018), Bomfim et al. (2015), Gomes et al. (2015), Almeida et al. (2016).

As variáveis tamanho do conselho, independência do conselho, comitê de auditoria, ROA e alavancagem não apresentaram relações significativa com o nível de divulgação socioambiental. Giannarakis (2014), Ika et al. (2017), Oh et al. (2018), Mohamed et al. (2018) também não encontraram relação significativa entre as variáveis TCA e o nível de divulgação socioambiental. Said et al. (2009), Habbash (2016), Ika et al. (2017), Liu e Zhang (2017) e Dias et al. (2017) não encontraram relações significativas entre a independência e o nível de divulgação. A rentabilidade também não influenciou os níveis de divulgação nos estudos de Said et al. (2009), Jizi et al. (2014), Ika et al. (2017), Kaymak e Bektas (2017) e Oh et al. (2018). Por fim, a alavancagem não foi significativa nos estudos de Khan et al. (2013), Jizi et al. (2014), Farooq et al. (2015), Javaid et al. (2016), Liu e Zhang (2017) e Garas e Elmassah (2018).

Portanto, o nível de divulgação é afetado por características como a concentração de capital, o nível de governança, a atividade realizada e o tamanho da empresa. A composição da estrutura gerencial, como quantidade de membros na administração e independência do conselho, está mais relacionada à decisão de elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade, conforme demonstrado no item 4.3.

Assim, pode-se inferir que a divulgação socioambiental passa por dois momentos: (1) a decisão de investir e divulgar atividades de RSC, que está relacionado aos detentores do poder de decisão; (2) o que é divulgado nesses documentos que depende de fatores como disponibilidade e interesse de se divulgar. Esses fatores estão relacionados com a concentração de capital, com a atividade que a empresa realiza, com o nível de governança e com o tamanho da instituição. Ou seja, o nível de divulgação está mais relacionado à estrutura interna da companhia, enquanto que a probabilidade de aderir ao relatório esta ligada aos membros da administração.

Além disso, a atividade da empresa ser classificada como PPURN e o tamanho da empresa estão relacionados tanto à probabilidade da empresa aderir ao relatório de sustentabilidade quanto ao nível de divulgação. Assim, a empresa que pertence a um setor com maior pressão dos *stakeholders*, como as que são classificadas como PPURN, possui maior incentivo tanto para aderir ao relatório de sustentabilidade quanto para divulgar mais informações, pois para garantir a legitimidade precisam ser mais transparentes. A elaboração, a divulgação, bem como a participação em atividades RSC, demanda que a empresa possua recursos e estrutura para realizar os investimentos necessários. Portanto o tamanho da empresa influencia tanto na decisão de elaborar o relatório quanto no volume de divulgação de informações socioambientais.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Evidências empíricas encontradas na literatura apontam para uma relação entre governança corporativa e RSC. Os mecanismos de governança são responsáveis pela transparência, monitoramento e decisões estratégicas. Diante disso, uma boa estrutura de governança estaria ligada à maior preocupação socioambiental. Outro fator que contribui para esse entendimento é a teoria da legitimidade que sugere que a organização busca operar dentro do que aceito pelo contexto social na qual está inserida. Caso haja uma ruptura de dessa legitimidade, a empresa pode sofrer com danos de reputação e colocar em cheque a sua continuidade (Brown & Deegan, 1998; Deegan & Unerman, 2011; Lindblom, 1994).

Diante disso, o objetivo do estudo foi verificar quais características de governança afetam a divulgação socioambiental. Assim, foram utilizados métodos estatísticos que verificaram diferenças de médias entre empresas que divulgam o relatório de sustentabilidade e aquelas que não o divulgam. Analisou-se também, diferenças de médias do nível de divulgação por segmento de listagem, por PPURN e por setor. Para verificar os fatores de divulgação, realizou-se uma análise fatorial. Por fim, foi verificada a probabilidade da empresa de divulgar o relatório de sustentabilidade e o nível de divulgação dada às características de governança corporativa.

Desse modo, foram constatadas diferenças de médias em praticamente todas as variáveis, indicando que as empresas que possuem o relatório têm o conselho de administração maior e mais independente e estão em algum segmento de listagem diferenciado. O nível de divulgação também é influenciado pelo nível de governança e setor da empresa. Além disso, em todos os testes realizados, empresas que estão nas atividades da Lei 10.165/2000 apresentaram maior divulgação de informações socioambientais.

A diferença de média também aponta para uma tendência de que as empresas que se envolvem em atividade de RSC possuem uma estrutura financeira melhor, ou seja, a divulgação de informações socioambientais está relacionada a uma melhor rentabilidade, a uma menor alavancagem e a empresas maiores. Diante disso, pode-se inferir que as empresas com melhor desempenho financeiro, bem como aquelas melhor estruturadas ou consolidadas no mercado, possuem maiores chances de aderirem ao relatório de sustentabilidade. Tal fato pode estar relacionado à disponibilidade de recursos para investirem em divulgação voluntária. Assim, contribuindo com a Teoria da Divulgação Voluntária de Dye (2001), empresas com melhor desempenho em sustentabilidade tendem a divulgar mais informações para aumentar seu valor de mercado. Dessa forma, aquelas empresas que não possuem tantos

recursos para investir em atividades de RSC tendem a ser omissas ou divulgar menos (Dye, 2001).

A regressão logística demonstrou que a composição do conselho de administração influencia na decisão de divulgação do relatório de sustentabilidade. Os membros do conselho, sejam eles independentes ou não, são responsáveis pelas decisões e direcionamento estratégico da organização. Aos membros independentes cabe o dever de monitorar e tomar decisões com menos viés pessoal, visando à ética e integridade da organização. Assim, esses deveres são diretamente relacionados à RSC, logo por meio da divulgação de informações socioambientais a empresa exerce a transparência, pilar da governança corporativa, além de comunicar aos *stakeholders* as medidas e decisões da empresa no que tange a RSC.

Em relação ao nível de divulgação socioambiental, que é dado pelo modelo MQG, o segmento de listagem e a concentração de capital mostraram-se fatores relevantes. Os maiores níveis de governança estão sob maior vigilância dos órgãos regulatórios, além de terem que cumprir mais exigências. Assim, possuem maiores incentivos, além de estrutura, para dedicarem-se as atividades de RSC. Além disso, é um indicativo de que a entidade opera conforme as demandas dos *stakeholders* sejam estas sociais ou de governança corporativa.

O PPURN e o tamanho da empresa influenciam tanto na probabilidade da empresa aderir o relatório de sustentabilidade quanto no nível de divulgação. O PPURN está intimamente ligado à legitimidade, pois as empresas que exercem as atividades da Lei 10.165/2000 estão ligadas a maiores riscos ambientais e sociais, dessa forma, buscam meios de garantir sua legitimidade. Assim, por meio do relatório de sustentabilidade demonstram que apesar do maior risco ambiental ou social tomam algumas medidas para evitar ou recuperar os danos causados. Dessa forma, possuem incentivos tanto para elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade quanto para divulgar mais informações.

Empresas maiores, normalmente, estão a mais tempo no mercado e tendem a possuir uma estrutura de governança mais estruturada. Assim, têm mais recursos para investir em atividades de RSC, bem como divulgá-las. Além disso, são mais conhecidas no mercado, sofrendo pressões de diferentes grupos de *stakeholders*. Dessa forma, possuem incentivos e recursos para elaborar os relatórios, bem como para divulgar mais informações.

Diante disso, pode-se concluir que o primeiro, o terceiro, o quarto e o quinto objetivos específicos foram atingidos. Afinal, o indicador proposto foi validado e conseguiu mensurar o nível de divulgação socioambiental. Dessa forma, obteve-se o efeito das variáveis de governança no *disclosure*. Além disso, as hipóteses formuladas para as variáveis foram comprovadas, com exceção apenas da variável concentração de capital que apresentou sinal

contrário ao esperado. A pesquisa também indicou a probabilidade da empresa aderir ao relatório de sustentabilidade, atendendo assim ao primeiro objetivo específico. Diante disso, o *disclosure* socioambiental foi trabalhado de uma forma ampla, levando em consideração diferentes abordagens.

O terceiro objetivo específico foi atingido por meio da análise fatorial, que agrupou o conjunto de variáveis do IDS em fatores, demonstrando os principais pontos abordados nos relatórios de sustentabilidade. Para pesquisas futuras pode-se utilizar nos itens do indicador apenas aqueles que apresentaram maiores cargas fatoriais, bem como aqueles que constituíram as variáveis não diretamente observáveis. Dessa forma, terá um indicador com mais itens relacionados entre si e, assim, poderá verificar se os resultados encontrados permanecem os mesmos.

A pesquisa científica pode possuir algumas limitações relacionadas aos processos metodológicos ou mesmo a questões de amostra, dados, bem como outras dificuldades que surgem no decorrer do percurso. Assim, a presente pesquisa possui como limitação a dificuldade de comparabilidade dos relatórios de sustentabilidade. Apesar da adesão ao modelo GRI por mais de 80% das empresas, os documentos abordam o tema com profundidades diferentes. Dessa forma, métricas que levam em consideração o fato de divulgar ou não, colocam no mesmo patamar uma empresa que divulga de forma detalhada e outra que aborda apenas de forma genérica, ou seja, o nível de divulgação de ambas as empresas não é o mesmo.

Em contrapartida, colocar pesos diferentes para a divulgação esbarra na dificuldade de estabelecer um critério objetivo para atribuir os pesos. Além disso, corre-se o risco de penalizar uma empresa na qual determinado item não é divulgado pelo fato de não se aplicar, viesando assim o resultado. Outra limitação é em relação aos dados das variáveis de governança corporativa, uma vez que nem sempre a informação é clara nos formulários de referência, por exemplo, em relação aos membros independentes, nem sempre é possível identificá-los com precisão. Os dados da concentração de capital são incompletos em muitas empresas do Econômica, fazendo com que a observação seja excluída, limitando assim o número de empresas estudadas.

Portanto, sugere-se para pesquisas futuras desenvolver mais as métricas de nível de divulgação socioambiental, buscando reduzir a subjetividade, bem como mensurar com mais exatidão o *disclosure* socioambiental, considerando a profundidade da divulgação. Além disso, sugere-se testar a influência da governança corporativa na divulgação socioambiental,

por meio da construção de indicador de governança, ou mesmo já utilizar algum pronto e validado pela literatura.

Dessa forma, o estudo contribui com o mercado, pois demonstra que as empresas que decidem elaborar o relatório de sustentabilidade, geralmente possuem uma governança mais estruturada. Contribui também com a literatura, pois demonstra, por meio da variável PPURN, que além das características de governança outro ponto que deve ser levado em consideração nos estudos de *diclosure* socioambiental é o potencial de poluição e utilização de recursos naturais da empresa, afinal essa variável tinha sido empregada no contexto do efeito do capital próprio na divulgação de RSC. Além disso, demonstra sob duas perspectivas a relação entre divulgação do relatório de sustentabilidade e a governança, uma é a probabilidade de se aderir ao documento e a outra é o nível de divulgação, ambas sendo afetadas por diferentes características de governança.

REFERÊNCIAS

- Abbott, W. F., & Monsen, R. J. (1979). On the measurement of corporate social responsibility: Self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement. *Academy of management journal*, 22(3), 501-515.
- ABNT NBR 16001, de dezembro de 2004. Responsabilidade social – Sistema da gestão. São Paulo: Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT).
- Acsehrad, H., & Mello, C. D. A. (2002). Conflito social e risco ambiental: o caso de um vazamento de óleo na Baía de Guanabara. *Ecología Política. Naturaleza, sociedad y utopía*, 293-317.
- Adams, C. A. (2002). Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(2), 223-250.
- Adams, C. A., Hill, W. Y., & Roberts, C. B. (1998). Corporate social reporting practices in Western Europe: legitimating corporate behaviour? *The British accounting review*, 30(1), 1-21.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28: 447–465.
- Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C., & Granapathi, J. (2007). Putting the “S” back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review*, 32: 836–863.
- Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic corporate governance models: a systematic review. *International Journal of Law and Management*.
- Ahmed, K., Hossain, M., & Adams, M. (2006). The effect of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 418–431.
- Almeida, T. A., Silva, J. D., & Oliveira, M. C. (2016). Responsabilidade social corporativa e a influência de aspectos do ambiente institucional: uma análise no setor bancário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 11(4), 44-62.
- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes Li, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. *Accounting, organizations and society*, 29(5-6), 447-471.
- Álvares, E., Giacometti, C., & Gusso, E. (2008). *Governança corporativa: um modelo brasileiro*. Elsevier.
- Ameer, R., & Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations. *Journal of business ethics*, 108(1), 61-79.

- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2012). Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Atlas.
- Andrade, L. P. D., Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Ram. Revista de administração mackenzie*, 10(4), 4-31.
- Andrikopoulos, A., & Kriklani, N. (2013). Environmental disclosure and financial characteristics of the firm: The case of Denmark. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(1), 55-64.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Arora, P., & Dharwadkar, R. (2011). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate governance: an international review*, 19(2), 136-152.
- Assi, M. (2019). *Governança, Riscos e Compliance: Mudando a Conduta nos Negócios*. Saint Paul Editora.
- Bainbridge, S. M. (2003). Director primacy: The means and ends of corporate governance. *Northwestern University Law Review*, 97: 547-606.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Banco Central do Brasil [BACEN]. (2015). A Economia Brasileira. Recuperado de <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2015/rel2015cap1p.pdf>
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93-103.
- Barbić, J., Čolaković, E., Parać, B., & Šaban, J. (2006). *Supervisory Boards: A Guide to Corporate Governance*. Croatian Association of Managers and Entrepreneurs (CROMA). Zagreb.
- Barley, S. R. (2007). Corporations, democracy, and the public good. *Journal of Management Inquiry*, 16(3), 201-215.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.

- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207–221.
- Bebbington, J., Larrinaga, C., & Moneva, J. M. (2008). Corporate social reporting and reputation risk management. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Belal, R. A., & Owen, D. L. (2007). The views of corporate managers on the current state of, and future prospects for, social reporting in Bangladesh: An engagement-based study. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(3), 472-494.
- Berglof, E. A. (1990). *Corporate control and capital structure: Essays on property rights and financial contracts* (dissertation). Stockholm School of Economics. Recuperado de <https://ex.hhs.se/dissertations/222024-FULLTEXT01.pdf>.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1987). *A moderna sociedade anônima ea propriedade privada*. São Paulo: Nova Cultural.
- Berthelot, S., Cormier, D., & Magnan, M. (2003). Environmental, Disclosure Research: Freview And Synthesis. *Journal of Accounting Literature*, 22, 1-44.
- Bertucci, J., Bernardes, P., & Brandão, M. (2006). Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista De Administração*, 41(2), 183-196. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072006000200006>
- Bhasa, M. P. (2004). Understanding the corporate governance quadrilateral. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Billor, N., Hadi, A. S., & Velleman, P. F. (2000). BACON: blocked adaptive computationally efficient outlier nominators. *Computational statistics & data analysis*, 34(3), 279-298.
- Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176-195.
- Blair, M. M., Williams, C. A., & Lin, L. W. (2008). The new role for assurance services in global commerce. *Journal of Corporation Law*, 33: 325–360.
- Bliss, M., & Balachandran, J. (2003). CEO duality, audit committee independence and voluntary disclosures in Malaysia. In *International Conference on Quality Financial Reporting and Corporate Governance-Building Public Trust, Integrity and Accountability*”, Kuala Lumpur, Malaysia (pp. 1-27).
- Bomfim, E. T. D., Teixeira, W. D. S., & Monte, P. A. D. (2015). Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(1).
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–350.
- Bowen, H. R. (2013). *Social responsibilities of the businessman*. University of Iowa Press.

Brammer, S., & Pavelin, S. (2008). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), 120-136.

Brammer, S., Jackson, G., & Matten, D. (2012). Corporate social responsibility and institutional theory: New perspectives on private governance. *Socio-Economic Review*, 10: 3–28.

Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2008). Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of business Ethics*, 83(4), 685-701.

Brasil, Bolsa, Balcão [B3]. (2017). B3 divulga resultados do Relate ou Explique para os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). Recuperado de file:///C:/Users/B%C3%A1rbara/Downloads/Release-Resultados-Relate-ou-Explique-para-ODS.pdf.

Brasil, Bolsa, Balcão [B3]. (2019a, junho 23). Sustentabilidade B3. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/nas-empresas/relate-ou-explique/.

Brasil, Bolsa, Balcão [B3]. (2019b, junho 23). Segmentos de listagem. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

Brasil, Bolsa, Balcão [B3]. (2019c, junho 23). Empresas Listadas: segmento. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The review of economic studies*, 47(1), 239-253.

Brown, N., & Deegan, C. (1998). The public disclosure of environmental performance information: a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 29(1), 21–41.

Buhr, N. (1998). Environmental performance, legislation and annual report disclosure: the case of acid rain and Falconbridge. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 11(2), 163-190.

Cappelli, P., Singh, H., Singh, J., & Useem, M. (2010). The India way: Lessons for the US. *Academy of Management Perspectives*, 24: 6–24.

Carroll, A. B. (2000). Conceptual and consulting aspects of stakeholder theory, thinking, and management. *Handbook of Organizational Consultation, Second Edition*, 169.

Carroll, A. B. (2008). A history of corporate social responsibility: Concepts and practices. *The Oxford handbook of corporate social responsibility*, 19-46.

Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. *Organizational Dynamics*, 44(2), 87-96.

Carvalho, A. G. D. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, 37(3), 19-32.

Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903.

Carvalho, C. A., Goulart, S., & Vieira, M. M. F. (2004). A inflexão conservadora na trajetória histórica da teoria institucional. In: ENANPAD, 28, Curitiba, 2004. *Anais*, Curitiba: Anpad.

Cashore, B. (2002). Legitimacy and the privatization of environmental governance: How non-state market-driven (NSMD) governance systems gain rule-making authority. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 15: 503– 529.

Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?. *Journal of European Public Policy*, 11(1), 147-166.

Chau, G., & Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, 37(2), 247–265.

Cheffins, B. R. (1997). Corporate Governance in the United Kingdom: Lessons for Canada. *Can. Bus. LJ*, 28, 69.

Cheffins, B. R. (2013). The history of corporate governance. *The Oxford handbook of corporate governance*, 46-64.

Chen, J. C., & Roberts, R. W. (2010). Toward a more coherent understanding of the organization–society relationship: A theoretical consideration for social and environmental accounting research. *Journal of business ethics*, 97(4), 651-665.

Chen, J. C., Patten, D. M., & Roberts, R. W. (2008). Corporate charitable contributions: A corporate social performance or legitimacy strategy? *Journal of Business Ethics*, 82(1), 131–144.

Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The international journal of accounting*, 41(3), 262-289.

Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, organizations and society*, 32(7-8), 639-647.

Choi, B. B., Lee, D., & Park, Y. (2013). Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Earnings Quality: Evidence from Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 447-467.

Clarkson, M. B. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20: 92–117.

- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, organizations and society*, 33(4-5), 303-327.
- Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento – Comissão de Brundtland. (1987). *Relatório de Brundtland: nosso futuro comum*. Oxford University Press
- Comitê Consultivo De Educação Da Comissão De Valores Mobiliários [CVM]. (2014). *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: 370 p.
- Coombes, P., & Watson, M. (2001). Corporate reform in the developing world. *The McKinsey Quarterly*, 89-89.
- Conselho Federal de Contabilidade [CFC] (2004). Norma Brasileira de Contabilidade Técnica (NBC T) 15 - Informações de Natureza Social e Ambiental. Recuperado de http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2004/001003&arquivo=Res_1003.doc
- Cowen, S. S., Ferreri, L. B., & Parker, L. D. (1987). The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and society*, 12(2), 111-122.
- Cramer, C. (2002). Homo economicus goes to war: methodological individualism, rational choice and the political economy of war. *World development*, 30(11), 1845-1864.
- Credit Lyonnais Securities Asia [CLSA]. (2001). Saints and sinners: who's got religion. Report, Credit Lyonnais Securities Asia, Hong Kong
- Cullen, L., & Christopher, T. (2002). Governance disclosures and firm characteristics of listed Australian mining companies. *International Journal of Business Studies*, 10(1), 37-58.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Davis, K. (1960). Can business afford to ignore social responsibilities? *California management review*, 2(3), 70-76.
- Davis, K. (1967). Understanding the social responsibility puzzle. *Business horizons*, 10(4), 45-50.
- Davis, K. (1973). The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management journal*, 16(2), 312-322.
- Deakin, S., & Whittaker, D. H. (2007). Re-embedding the Corporation? Comparative perspectives on corporate governance, employment relations and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 15(1), 1-4.

Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures: a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311.

Deegan, C., & Rankin, M. (1996). Do Australian companies report environmental news objectively? *Accounting, auditing & accountability journal*.

Deegan, C., & Unerman, J. (2011). Unregulated corporate reporting decisions: considerations of systems-oriented theories. *Financial accounting theory*. London: McGraw-Hill.

Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures BHP from 1983–1997: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 312–343.

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1-36.

Despacho ANEEL n. 3.034, de 21 de dezembro de 2006. Aprova a alteração no Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica referente ao manual de elaboração do Relatório Anual de Responsabilidade Socioambiental das Empresas de Energia Elétrica. Recuperado de http://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/leitura_arquivo/default.cfm?idaplicacao=212.

Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143–1181

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.

Dias, A., Lima, R. L., & Craig, R. (2017). Corporate governance effects on social responsibility disclosures. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), 3-22.

Dierkes, M., & Antai, A. (1985). The usefulness and use of social reporting information. *Accounting, Organization and Society*, 19(1), 29–34.

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 147-160.

Doh, J. P., & Guay, T. R. (2006). Corporate social responsibility, public policy, and NGO activism in Europe and the United States: An institutional-stakeholder perspective. *Journal of Management studies*, 43(1), 47-73.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20: 65–91.

Doornik, J. A., & Hansen, H. (2008). An omnibus test for univariate and multivariate normality. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 70, 927-939.

- Dunlop, A. (Ed.). (1998). *Corporate governance and control*. Kogan Page Publishers.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of accounting research*, 123-145.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 181-235.
- El-Darwiche, B., Friedrich, R., Péladeau, P., & Sabbagh, K. (2010). *The Future of Telecom Operators-Capabilities for Rapid Change*. New York: Booz & Co.
- Elkington, J. (1997). Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business. *New Society: Stony Creek, CT*.
- Esa, E., & Anum, M. G. N. (2012). Corporate social responsibility and corporate governance in Malaysian government-linked companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(3), 292-305.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farooq, S. U., Ullah, S., & Kimani, D. (2015). The Relationship between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure: Evidence from the USA. *Abasyn University Journal of Social Sciences*, 8(2), 197–212.
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., Silva, F. L. da, & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2014). *Métodos Quantitativos com Stata: Procedimentos, Rotinase Análise de Resultados* (Vol. 1). Elsevier Brasil.
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business research*, 22(86), 111-124.
- Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of financial economics*, 40(1), 163-181.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Frias, A. J. V., Rodríguez, A. L., & Garcia, S. I. M. (2014). Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting. *Business strategy and the environment*, 23(1), 56-72
- Friel, C. M. (2009). Notes on Factor Analysis. *Criminal Justice Centre, Sam Houston State University*.

- Fryxell, G. E., & Szeto, A. (2002). The influence of motivations for seeking ISO 14001 certification: an empirical study of ISO 14001 certified facilities in Hong Kong. *Journal of Environmental Management*, 65(3), 223-238.
- Garas, S., & ElMassah, S. (2018). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures. *Critical Perspectives on International Business*, 14(1), 2–26.
- Gettler, L. (2008, October 30). Blame Perversity for the Meltdown. The sydney morning herald. Recuperado de <https://www.smh.com.au/business/blame-perversity-for-the-meltdown-20081029-5bi2.html>
- Ghazali, N. A. M. (2007). Ownership structure and corporate social responsibility disclosure: Some Malaysian evidence. *Corporate Governance*, 7(3), 251–266.
- Giannarakis, G. (2014). Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, 10(4), 569–590.
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosures: Opportunism, ritualism, politics and processes. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 121–143.
- Gill, A. (2008). Corporate governance as social responsibility: A research agenda. *Berkeley Journal of International Law*, 26: 452–478.
- Giner, B. (1995). *La Divulgación de Información Financiera: Una Investigación Empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- Giner, I. B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European accounting review*, 6(1), 45-68.
- Global Reporting Initiative [GRI]. (2013). G4: Diretrizes Para Relato De Sustentabilidade. Recuperado de <http://www.b3.com.br/data/files/F7/07/8C/C9/5B243510DF0CA135790D8AA8/GRI-G4-Manual-de-Implementacao.pdf>
- Global Reporting Initiative [GRI]. (2019). GRI'S History. Recuperado de <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/gri-history/Pages/GRI's%20history.aspx>
- Gomes, P. H. V., Luca, M. M. M., Vasconcelos, A. C., & Ponte, V. M. R. R. (2015). Fatores determinantes do disclosure voluntário sob o enfoque da sustentabilidade: uma análise das empresas dos países do BRIC. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 9(2), 70.
- Graaf, F. J., & Stoelhorst, J. W. (2013). The role of governance in corporate social responsibility: Lessons from Dutch finance. *Business & Society*, 52(2), 282-317.
- Graafland, J., Van de Ven, B., & Stoffele, N. (2003). Strategies and instruments for organising CSR by small and large businesses in the Netherlands. *Journal of Business Ethics*, 47(1), 45-60.

- Gray, R., & Bebbington, J. (2001). *Accounting for the Environment*. Sage.
- Gray, R., Javad, M., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2001). Social and environmental disclosure and corporate characteristics: A research note and extension. *Journal of business finance & accounting*, 28(3-4), 327-356.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gray, R., Owen, D., & Adams, C. (1996). Accounting and accountability: Social and environmental accounting in a changing world. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10, 325-364.
- Gray, R., Owen, D., & Maunders, K. (1987). *Corporate social reporting: Accounting and accountability*. Prentice-Hall International.
- Greene, W. H. (2008). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Greenough, W. C., & Clapman, P. C. (1980). Role of independent directors in corporate governance. *Notre Dame Law*. 56, 916.
- Greenpeace. (2007). *Mayak: a 50 year Tragedy*. Summary of the report released by Greenpeace Russia. The Netherlands: Greenpeace International.
- Grosser, K., & Moon, J. (2005). Gender mainstreaming and corporate social responsibility: Reporting workplace issues. *Journal of business ethics*, 62(4), 327-340.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria básica [Basic econometry]*. Rio de Janeiro: Campus.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. Amgh Editora.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Gunningham, N., & Rees, J. (1997). Industry self-regulation: an institutional perspective. *Law & Policy*, 19(4), 363-414.
- Habbash, M. (2016). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: evidence from Saudi Arabia. *Social Responsibility Journal*, 12(4), 740-754.
- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, auditing & accountability journal*.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.

Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.

Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of accounting and public policy*, 24(5), 391-430.

Hanks, J. (2005). The Reference Compendium on Business and Sustainability. *University of Cambridge. Cambridge.*

Hansen, U., & Schrader, U. (2005). Corporate social responsibility als aktuelles Thema der Betriebswirtschaftslehre. *Die Betriebswirtschaft*, 65(4), 373.

Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001). The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, 89: 439 - 479.

Hapsoro, D., & Fadhilla, A. (2017). Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market. *The South East Asian Journal Of Management*, 11(2).

Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of Business Ethics*, 100(1), 45-67.

Hart, S. L. (1997). Beyond greening: strategies for a sustainable world. *Harvard business review*, 75(1), 66-77.

Hasseldine, J., Salama, A. I., & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: The impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs. *The British Accounting Review*, 37(2), 231-248.

Hawley, R. (1968). Solid insulators in vacuum: a review. *Vacuum*, 18(7), 383-390.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.

Helder, R. R. (2006). Como fazer análise documental. *Porto, Universidade de Algarve.*

Hennigfeld, J., Pohl, M., & Tolhurst, N. (Eds.). (2006). *The ICCA handbook on corporate social responsibility*. John Wiley & Sons.

Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.

Hill, J. G. (2005). The persistent debate about convergence in comparative corporate governance. *Sydney Law Review*, 27: 743-752.

Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2012). *Strategic management cases: competitiveness and globalization*. Cengage Learning.

- Ho, J. L. C., & Taylor, M. E. (2007). An empirical analysis of triple bottom-line reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(2), 123-150.
- Ho, S. S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Hodge, V., & Austin, J. (2004). A survey of outlier detection methodologies. *Artificial intelligence review*, 22(2), 85-126.
- Hoffman, A. J. (2005). Climate change strategy: The business logic behind voluntary greenhouse gas reductions. *California Management Review*, 47(3), 21-46.
- Hogan, D. J. (1989). População e Meio Ambiente. Textos NEPO 16, UNICAMP.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management—new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of business ethics*, 27(1-2), 55-68.
- Hopt, K. J., & Leyens, P. C. (2004). Board models in Europe—recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. *European Company and Financial Law Review*, 1(2), 135-168.
- Hummel, K., & Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure: Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 455-476.
- Iatrides, J. O. (2013). *Substitute for Power: Wartime British Propaganda to the Balkans, 1939-4*. Routledge.
- Ika, S. R., Dwiwinarno, T., & Widagdo, A. K. (2017). Corporate social responsibility and corporate governance in Indonesian public listed companies. In *SHS Web of Conferences* (Vol. 34, pp. 1-11).
- Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas [Ibase]. (2019). Quem somos? Recuperado de <https://ibase.br/pt/quem-somos/>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2019). Princípios que geram valor de longo prazo. Recuperado de <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC]. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. São Paulo, SP: IBGC.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC]. (2017). *Orientações sobre Comitês de Auditoria*. IBGC Orienta.
- Instituto Ethos (2019). Indicadores Ethos para Negócios Sustentáveis e Responsáveis. São Paulo – SP. Recuperado de <https://www.ethos.org.br/conteudo/indicadores/>.

Instituto Nacional de Pesquisas Espaciais [INPE]. (2019). Monitoramento Do Território: Mudanças Climáticas. Recuperado de <http://www.inpe.br/faq/index.php?pai=9>.

Ioannou, I. & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43: 834–864.

Islam, M. A., & Deegan, C. (2010). Media pressures and corporate disclosure of social responsibility performance information: a study of two global clothing and sports retail companies. *Accounting and business research*, 40(2), 131-148.

Jamali, D., & Neville, B. (2011). Convergence versus divergence of CSR in developing countries: An embedded multi-layered institutional lens. *Journal of Business Ethics*, 102(4), 599-621.

Jamali, D., Safieddine, A. M., & Rabbath, M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 443-459.

Javaid, L. E., Chaudhry, A., & Khan, I. (2016). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16, 785–797.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jizi, M. I., Salama, A., Dixon, R., & Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics*, 125(4), 601-615.

John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403.

Johnson, H. L. (1971). *Business in contemporary society: Framework and issues*. Wadsworth Pub. Co. Universidade de Michigan.

Johnson, R. A., & Greening, D. W. (1999). The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of management journal*, 42(5), 564-576.

Johnston, J. D. J.(2001). *Métodos de Econometría (3ª ed.)*. Vicens Universidad.

Jones, P., Comfort, D., & Hillier, D. (2005). Corporate social responsibility and the UK's top ten retailers. *International Journal of retail & Distribution management*.

Kaymak, T., & Bektas, E. (2017). Corporate Social Responsibility and Governance: Information Disclosure in Multinational Corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 555–569.

Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (Eds.). (1997). *Corporate governance: Economic and financial issues*. OUP Oxford.

Kendall, N. (1999). *Good Corporate Governance, Accountants' Digest*. Issue 40. The ICA in England and Wales.

Khan, A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of business ethics*, 114(2), 207-223.

Knox, S., & Maklan, S. (2004). Corporate social responsibility:: Moving beyond investment towards measuring outcomes. *European Management Journal*, 22(5), 508-516.

Koerber, C. P. (2009). Corporate responsibility standards: Current implications and future possibilities for peace through commerce. *Journal of Business Ethics*, 89(4), 461-480.

Kothari, S. P., Xu, L., & Short, J. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *Accounting Review*, 84(5), 1639–1670.

KPMG. (2005). KPMG International survey of corporate responsibility reporting 2008. *Amsterdam, The Netherlands: KPMG*. Recuperado de http://www.kpmg.com.au/Portals/0/KPMG%20Survey%202005_3.pdf

Krippendorff, K. (2013). Commentary: A dissenting view on so-called paradoxes of reliability coefficients. *Annals of the International Communication Association*, 36(1), 481-499.

Krishnan, G., & Visvanathan, G. (2009). Do auditors price audit committee's expertise? The case of accounting versus nonaccounting financial experts. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(1), 115-144.

La Porta, R., Lopez, S. F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, R., Lopez, S. F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

Landis, J. R., & Koch, G. G. (1977). The measurement of observer agreement for categorical data. *biometrics*, 159-174.

Laurino, B. I., Preto, C. T. D. J. O., & Junior, C. D. P. F. (2020). Análise do acidente em Brumadinho/Minas Gerais. *Brazilian Journal of Natural Sciences*, 3(1), 231-231.

Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.

Lei n. 10.165, de 27 de dezembro de 2000. Dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L10165.htm

Lei n. 4.537, de 16 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4357.htm.

Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm.

Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm

Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm

Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm

Lerach, W. S. (2002). Plundering America: How American investors got taken for trillions by corporate insiders-the rise of the new corporate kleptocracy. *Stan. JL Bus. & Fin.*, 8, 69.

Li, J., Pike, R., & Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38(2), 137–159.

Ligteringen, E., & Zadek, S. (2004). The future of corporate responsibility standards. In *Accounting Forum* (Vol. 4, pp. 6-17).

Lim, S., Matolcsy, Z., & Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16(3), 555–583.

Lima, I., & Andrezo, A. (2007). *Mercado financeiro aspectos conceituais e históricos*. 3ª Edição. São Paulo: Atlas.

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

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.

Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084.

Lounsbury, M., & Crumley, E. T. (2007). New practice creation: An institutional perspective on innovation. *Organization studies*, 28(7), 993-1012.

Love, I., & Klapper, L. F. (2002). *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. The World Bank.

Maassen, G.F. (1999). *An International Comparison of Corporate Governance Models*. 3ª ed., Gregory Francesco. Maassen, Amsterdam.

MacMillan, K., Money, K., Downing, S., & Hillenbrand, C. (2004). Giving your organisation SPIRIT: an overview and call to action for directors on issues of corporate governance, corporate reputation and corporate responsibility. *Journal of General Management*, 30(2), 15-42.

Marques, C. S. B. S. (2016) *Determinantes do Relato Integrado: uma comparação internacional*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão, Universidade do Porto, Porto, Portugal.

Marquezan, L. H. F., Seibert, R. M., Bartz, D., Barbosa, M. A. G., & Alves, T. W. (2015). Análise dos determinantes do disclosure verde em relatórios anuais de empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Journal of Accounting, Management and Governance*.

Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da investigação científica. *São Paulo: Atlas*, 143-164.

Mathews, M. R. (1984). A suggested classification for social accounting research. *Journal of Accounting and Public Policy*, 3(3), 199-221.

Mathews, M. R. (1995). Social and environmental accounting: A practical demonstration of ethical concern? *Journal of Business Ethics*, 14(8), 663-671.

Mathews, M.R. (1993). *Socially Responsible Accounting*. Chapman & Hall, London

Mathiesen, H. (2002). *Managerial ownership and financial performance*. Samfundslitteratur.

Matić, B., & Papac, N. (2014). Measuring the quality of corporate governance in the banking sector of Bosnia and Herzegovina. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 27(1), 784-798.

Matten, D. & Moon, J. (2008). Implicit and explicit CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 33: 404-424.

McBarnet, D., Voiculescu, A., & Campbell, T. (2007). *The new corporate accountability*. Cambridge: CUP

McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.

McMullen, D. A. (1996). Audit Committee performance: An investigation of the consequences associated with audit committees. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 15(1), 87-103.

Meidinger, E. (2006). The administrative law of global private-public regulation: The case of forestry. *European Journal of International Law*, 17(1), 47-87.

Meier, H. H., & Meier, N. C. (2014). Corporate governance: An examination of US and European models. *Corporate Ownership & Control*, 11(2), 347-351.

- Metzenbaum, H. M. (1980). Legislative Approaches to Corporate Governance. *Notre Dame Law.*, 56, 926.
- Millstein, I. M. (1998). *Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets: a report to the OECD*. OECD Publishing.
- Milne, M. J. (2002). Positive accounting theory, political costs and social disclosure analyses: a critical look. *Critical perspectives on accounting*, 13(3), 369-395.
- Mingoti, S. A. (2005). *Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: uma abordagem aplicada*. Belo Horizonte - Minas Gerais: Editora UFMG.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, 22(4), 853-886.
- Mohamed, A. S., Hay, D., & Staden, C. J. (2018). The influence of culture and corporate governance on corporate social responsibility disclosure: A cross country analysis. *Journal of Cleaner Production*, 198, 820–832.
- Mohd Ghazali, N. A. (2007). Ownership structure and corporate social responsibility disclosure: some Malaysian evidence. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(3), 251-266.
- Monks, R., & Minow, N. (2004). *Corporate governance*, vol. 3. Blackwell Publishing, Malden, MA.
- Morck, R. K. (2002). *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers*. University of Chicago Press.
- Morgan, G., Campbell, J., Crouch, C., Pedersen, O. K., & Whitley, R. (Eds.). (2010). *The Oxford handbook of comparative institutional analysis*. OUP Oxford.
- Mukaka, M. M. (2012). A guide to appropriate use of correlation coefficient in medical research. *Malawi medical journal*, 24(3), 69-71.
- Myers, R.H., & Montgomery, D.C. (2002). *Response surface methodology: process and product optimization using designed experiments*. 2^aed. Nova York, John Wiley. 798p.
- NBR ISO 14001. (2015). Sistema de Gestão Ambiental. São Paulo: Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT).
- NBR ISO 26000, de 8 de dezembro de 2010. Diretrizes sobre Responsabilidade Social. São Paulo: Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT).
- Nejadmalayeri, A., Nishikawa, T., & Rao, R. P. (2013). Sarbanes-Oxley Act and corporate credit spreads. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2991–3006.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: Environmental disclosures in annual reports. *Accounting, Organizations and Society*, 23(3), 265–282.

O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 344-371.

Ocasio, W., & Joseph, J. (2005). Cultural adaptation and institutional change: The evolution of vocabularies of corporate governance, 1972–2003. *Poetics*, 33(3-4), 163-178.

Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Martynov, A. (2011). The effect of ownership structure on corporate social responsibility: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 283–297.

Oh, W.Y., Chang, Y. K., & Kim, T.Y. (2018). Complementary or Substitutive Effects? Corporate Governance Mechanisms and Corporate Social Responsibility. *Journal of Management*, 44(7), 2716–2739.

Okuno, E. (2013). Efeitos biológicos das radiações ionizantes: acidente radiológico de Goiânia. *Estudos avançados*, 27(77), 185-200.

Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil* (Dissertação). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833/en.php>.

Oliveira, M. P. (2017). Responsabilidade Social Das Empresas: Recentes Escândalos E Propostas De Solução. *Revista FIDES*, 8(2).

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). (2004). The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración*, (216). Recuperado de <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/562>

Ortas, E., Álvarez, I., Jaussaud, J., & Garayar, A. (2015). The impact of institutional and social context on corporate environmental, social and governance performance of companies committed to voluntary corporate social responsibility initiatives. *Journal of Cleaner Production*, 108, 673-684.

Parker, C. (2002). *The open corporation: Effective self-regulation and democracy*. Cambridge University Press.

Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1340-1350.

Patten, D. M. (1991). Exposure, legitimacy, and social disclosure. *Journal of Accounting and public policy*, 10(4), 297-308.

Patten, D. M. (1992). Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory. *Accounting, organizations and Society*, 17(5), 471-475.

Patten, D. M. (2002). The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note. *Accounting, organizations and Society*, 27(8), 763-773.

- Pittroff, E. (2014). Whistle-Blowing Systems and Legitimacy Theory: A Study of the Motivation to Implement Whistle-Blowing Systems in German Organizations. *Journal of Business Ethics*, 124(3), 399–412.
- Pomeroy, B., & Thornton, D. B. (2008). Meta-analysis and the accounting literature: The case of audit committee independence and financial reporting quality. *European Accounting Review*, 17(2), 305–330.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard business review*, 84(12), 78-92.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Criação de valor compartilhado. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Prowse, S. D. (1996). Corporate finance in international perspective: Legal and regulatory influences on financial system development. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Dallas*, 2.
- Rahim, M. M., & Alam, S. (2014). Convergence of corporate social responsibility and corporate governance in weak economies: The case of Bangladesh. *Journal of Business Ethics*, 121(4), 607-620.
- Resolução ANEEL n. 444, de 26 de outubro de 2001. Institui o Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica. Recuperado de http://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/leitura_arquivo/arquivos/Resolucao444.pdf.
- Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351-366.
- Ricardo, V. S., Barcellos, S. S., & Bortolon, P. M. (2017). Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 11(1), 90.
- Robertson, D. C. (2009). Corporate social responsibility and different stages of economic development: Singapore, Turkey, and Ethiopia. *Journal of Business Ethics*, 88(4), 617-633.
- Roe, M. (2000). Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Stanford Law Review*, 5: 539–606.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.
- Rossoni, L., & Machado, S. C. L. (2010). Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(SPE), 173-198.
- Rover, S. (2013). *Disclosure socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil* (Dissertação). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-15042013-133514/en.php>.

Rover, S., & Santos, A. (2014). Revisitando os determinantes do disclosure voluntário socioambiental no Brasil: em busca de robustez na mensuração da variável socioambiental. *Contabilometria*, 1(2).

Rover, S., Murcia, F. D. R., & Souza M. F. C. (2015). The determinants of social and environmental disclosure practices: The Brazilian case. *Environmental Quality Management*, 25(1), 5-24.

Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D. R., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, 47(2), 217-230.

Sahut, J. M., Peris, M., & Teulon, F. (2019). Correction to: Corporate social responsibility and governance. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09488-8>.

Said, R., Hj Zainuddin, Y., & Haron, H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*, 5(2), 212–226.

Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(48), 37-49.

Sampieri, H. R., Collado, F. C., & Lucio, P. B. (2006). *Metodologia de la investigacin*. Mxico: McGraw-Hill Interamericana.

Saraiva, L. A. S., & Irigaray, H. A. D. R. (2009). Políticas de diversidade nas organizações: uma questão de discurso? *Revista de Administração de Empresas*, 49(3), 337-348.

Sawyer, K. R., Johnson, J., & Holub, M. (2010). The necessary illegitimacy of the whistleblower. *Business & Professional Ethics Journal*, 29(1–4), 85–107.

Secretaria de Estado de Desenvolvimento Regional, Política Urbana e Gestão Metropolitana – Sedru. (2016). Grupo da Força-Tarefa: avaliação dos efeitos e desdobramentos do rompimento da Barragem de Fundão em Mariana-MG. Governo do Estado de Minas.

Seligman, J. (2002). No one can serve two masters: Corporate and Securities Law after Enron. *Wash. ULQ*, 80, 449.

Sethi, S. P. (1978). Advocacy advertising: the American experience. *California Management Review*, 21(1), 55-68.

Sethi, S. P. (1979). A conceptual framework for environmental analysis of social issues and evaluation of business response patterns. *Academy of Management Review*, 4(1), 63–74

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Siegel, S., & Castellan Jr., N.J. (2006). O caso de uma amostra, duas medidas ou replicações emparelhadas. In: Siegel, S.; Castellan Jr., N.J. *Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento*, 2. ed. Porto Alegre: Artmed. p.95- 102.

Silva, A., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J., & Monteiro, M. A. (2006). Livro branco sobre corporate governance em Portugal. *Instituto Português de Corporate Governance*.

Silveira, A. D. (2004). Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil. *Instituto de Finanças de São Paulo*.

Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Dissertação). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/en.php>

Siregar, S. V., & Bachtiar, Y. (2010). Corporate social reporting: empirical evidence from Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.

Sobhan, E. F., & Werner, W. (2003). A comparative analysis of corporate governance in South Asia: Charting a roadmap for Bangladesh. Recuperado de <http://bei-bd.org/wp-content/uploads/2015/03/whc4f4bb192762221.pdf>.

Sobral, T. L., & Barreto, G. (2016). Utilização dos critérios de informação na seleção de modelos de regressão linear. *Proceeding Series of the Brazilian Society of Computational and Applied Mathematics*, 4(1).

Song, M. L., & Zhou, Y. X. (2015). Analysis of carbon emissions and their influence factors based on data from Anhui of China. *Computational Economics*, 46(3), 359-374.

Sousa G. R., Weffort, E. F. J., Peleias, I. R., & de Oliveira, G. A. (2008). Social Disclosure das empresas brasileiras listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 5(9), 71-94.

Steinhauser, G., Brandl, A., & Johnson, T. E. (2014). Comparison of the Chernobyl and Fukushima nuclear accidents: a review of the environmental impacts. *Science of the Total Environment*, 470, 800-817.

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.

Tavares Filho, F. (2006). *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa*. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-09012007-115112/en.php>

Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas– uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40-62.

Tempel, A., & Walgenbach, P. (2007). Global standardization of organizational forms and management practices? What new institutionalism and the business-systems approach can learn from each other. *Journal of Management Studies*, 44(1), 1-24.

Tudway, R. (2008, October 10). OECD must now Tackle Corporate Governance Issues. *Financial Times*. Recuperado de http://www.ft.com/cms/s/68d35624-9665-11dd-9dce000077b07658,dwp_uuid=dafed, date accessed 30/10/2008

Uddin, S., & Choudhury, J. (2008). Rationality, traditionalism and the state of corporate governance mechanisms: Illustrations from a less-developed country. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(7), 1026-1051.

Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. Firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557.

Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.

Vergara, S. C. (2005). *Métodos de pesquisa em administração*. Atlas.

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.

Vieira, S. P., Mendes, A. G. S. T. (2004). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v.11, n.22, p. 103-122.

Villiers, C., & Van Staden, C. J. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa. *Accounting, Organizations and Society*, 31(8), 763-781.

Vogel, D. (2007). *The market for virtue: The potential and limits of corporate social responsibility*. Brookings Institution Press.

Wailes, N., & Michelson, G. (2008). The transfer of management ideas to a western" periphery": the case of corporate social responsibility in Australia. *International Studies of Management & Organization*, 38(4), 100-118.

Webb, E. (2004). An examination of socially responsible firms' board structure. *Journal of Management and Governance*, 8(3), 255-277.

Werther Jr, W. B., & Chandler, D. (2005). Strategic corporate social responsibility as global brand insurance. *Business Horizons*, 48(4), 317-324.

Williams, C. A. & Conley, J. M. (2007). Triumph or tragedy? The curious path of corporate disclosure reform in the UK. *William & Mary Environmental Law Journal*, 31: 317–361.

Williams, C. A., & Conley, J. M. (2005). An emerging third way? The erosion of the Anglo-American value construct. *Cornell International Law Journal*, 38: 493–553.

Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of management review*, 16(4), 691-718.

Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo - SP. Cengage Learning.

Young, S., & Thyl, V. (2014). Corporate social responsibility and corporate governance: Role of context in international settings. *Journal of Business Ethics*, 122(1), 1-24.

APÊNDICE A – Empresas que compõem a amostra da pesquisa

Figura 27: Empresas componentes da amostra.

Empresa	Relatório de Sustentabilidade	Potencial de poluição ou de Utilização dos recursos Naturais	Setor	Segmento de Listagem
AcoAltona	SIM	Alto	Bens Industriais	Nível 2
Advanced-Dh	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Tradicional
Aegea	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
AESTieteE	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 2
AlgarTelec	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Telecomunicações	Tradicional
Aliperti	NÃO	Médio	Consumo não Cíclico	Tradicional
Alliar	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
Alpargatas	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Nível 1
Alupar	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Nível 2
AmbevS/A	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Tradicional
AmplaEnerg	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Anima	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
ArezzoCo	SIM	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Arteris	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
Atompar	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Outros	Tradicional
Azevedo	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
AzulS.A.	NÃO	Alto	Bens Industriais	Nível 2
B2WDigital	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Bardella	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional
Baumer	NÃO	Médio	Saúde	Tradicional
Bbmlogistica	NÃO	Alto	Bens Industriais	Bovespa Mais
BicMonark	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
Biommm	NÃO	Alto	Saúde	Bovespa Mais
Biosev	SIM	Alto	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
BkBrasil	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Bombril	SIM	Alto	Consumo não Cíclico	Tradicional
Brasilagro	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
Braskem	SIM	Alto	Materiais Básicos	Nível 1
BRFSA	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
BRHome	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Bovespa Mais
Brq	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Tecnologia da Informação	Bovespa Mais
Cambuci	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
Camil	NÃO	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
Casan	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
CCRSA	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
CcxCarvao	NÃO	Alto	Outros	Novo Mercado
Ceb	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Tradicional
Cedae	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Cedro	SIM	Médio	Consumo Cíclico	Nível 1
Ceee-D	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Ceee-Gt	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Ceg	SIM	Alto	Utilidade Pública	Tradicional
Celeo	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Tradicional
Celesec	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 2
Celgpar	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Tradicional
CelullIrani	SIM	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Cemig	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Cesp	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Cagece	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
CiaHering	SIM	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
CHESF	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional

Cinesystem	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Bovespa Mais
Comgas	SIM	Alto	Utilidade Pública	Tradicional
ConcRioTer	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
ConstALind	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
Copasa	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
Copel	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Cosan	SIM	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Novo Mercado
Coteminas	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
CPFLEnergia	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
CPFLRenova v	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
Cr2	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
CsuCardsyst	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
CvcBrasil	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
CyrelaRealt	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Dasa	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Tradicional
Dimed	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Tradicional
Direcional	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Dohler	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
Dommo	SIM	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Tradicional
DtcomDirect	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
Duratex	SIM	Médio	Materiais Básicos	Novo Mercado
Ecorodovias	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
Eldorado	SIM	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Elekeiroz	SIM	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Elektro	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Eletrobras	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Eletropaulo	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Emae	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Embraer	SIM	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
EnautaPart	SIM	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Novo Mercado
Encorpar	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
EnergiasBR	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
Energisa	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 2
Eneva	NÃO	Alto	Utilidade Pública	Novo Mercado
EngieBrasil	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
Equatorial	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
EstacioPart	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Estrela	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
Eternit	SIM	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
Eucatex	NÃO	Médio	Materiais Básicos	Nível 1
Even	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Excelsior	NÃO	Médio	Consumo não Cíclico	Tradicional
Eztec	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Ferbasa	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Nível 1
FerHeringer	SIM	Alto	Materiais Básicos	Novo Mercado
Fibria	SIM	Alto	Materiais Básicos	Novo Mercado
Fleury	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
FlexS/A	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Bovespa Mais
ForjaTaurus	SIM	Alto	Bens Industriais	Nível 2
Fras-Le	SIM	Médio	Bens Industriais	Nível 1
Gafisa	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Gerdau	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Nível 1
GerParanap	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Materiais Básicos	Tradicional
Gol	SIM	Alto	Bens Industriais	Tradicional

GPCPart	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Materiais Básicos	Tradicional
Grazziotin	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
Grendene	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Guararapes	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
HagaS/A	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional
Hapvida	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
Helbor	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
HoteisOthon	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
IguaSA	SIM	Médio	Utilidade Pública	Bovespa Mais
Ihparini	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
ImcS/A	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
IndCataguas	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
IndsRomi	NÃO	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
Intermedica	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
InterSA	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Bovespa Mais
Invepar	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
Iochp-Maxion	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Itautec	NÃO	Médio	Tecnologia da Informação	Tradicional
JBDuarte	NÃO	Médio	Outros	Tradicional
JBS	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
JHSFPart	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
JoaoFortes	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
Josapar	NÃO	Médio	Consumo não Cíclico	Tradicional
JSL	SIM	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
Karsten	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
KeplerWeber	SIM	Alto	Bens Industriais	Tradicional
KlabinS/A	SIM	Alto	Materiais Básicos	Nível 2
Kroton	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
LeLisBlanc	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
LibraTermina				
IRioSA	SIM	Médio	Bens Industriais	Tradicional
LightS/A	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
Linx	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Tecnologia da Informação	Novo Mercado
Liq	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
Litel	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Localiza	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Locamerica	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Log-In	NÃO	Alto	Bens Industriais	Novo Mercado
LojasMarisa	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
LojasRenner	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
M.Diasbranco	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
Maestroloc	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
MagazLuiza	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
MangelsIndl	NÃO	Médio	Materiais Básicos	Tradicional
Marcopolo	SIM	Médio	Bens Industriais	Nível 2
Marfrig	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
MelhorSP	SIM	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
MendesJr	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
Metalfrio	SIM	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
Metallguacu	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
MetallLeve	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Metisa	NÃO	Alto	Bens Industriais	Tradicional
Mills	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
Minasmaquinas	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional

Minerva	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
Minupar	NÃO	Médio	Consumo não Cíclico	Tradicional
Movida	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
MrsLogist	NÃO	Alto	Bens Industriais	Tradicional
MRV	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Mundial	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
NadirFiguei	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
Natura	SIM	Alto	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
Neoenergia	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
NordonMet	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional
Nortequimica	NÃO	Alto	Saúde	Bovespa Mais
Oderich	NÃO	Médio	Consumo não Cíclico	Tradicional
Odontoprev	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
Oi	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Telecomunicações	Nível 1
OmegaGer	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Novo Mercado
OurofinoS/A	SIM	Alto	Saúde	Novo Mercado
P.Acucar-Cbd	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo não Cíclico	Nível 1
Panatlantica	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
PetManguinh	NÃO	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Tradicional
Petrobras	SIM	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Nível 2
Petrorio	NÃO	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Novo Mercado
Pettenati	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
PlascarPart	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Bovespa Mais N2
Portobello	SIM	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
PositivoTec	SIM	Médio	Tecnologia da Informação	Novo Mercado
Pratica	NÃO	Médio	Bens Industriais	Bovespa Mais N2
Priner	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Bovespa Mais
Profarma	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
Qualicorp	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
QualitySoft	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Tecnologia da Informação	Bovespa Mais
RaiaDrogasil	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Saúde	Novo Mercado
RaizenEnergiaSA	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
RandonPart	SIM	Médio	Bens Industriais	Nível 1
Recrusul	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional
RedeEnergia	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Tradicional
Renova	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 2
Riosulense	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional
Rni	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
RossiResid	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
RumoS.A.	SIM	Alto	Bens Industriais	Novo Mercado
Sabesp	SIM	Médio	Utilidade Pública	Novo Mercado
Sanasa	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Saneamentod eGoiasS/A	SIM	Médio	Utilidade Pública	Tradicional
Sanepar	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 2
Sansuy	NÃO	pequeno	Materiais Básicos	Tradicional
Santanense	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
SantosBrp	SIM	Alto	Bens Industriais	Novo Mercado
SaoMartinho	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
SaraivaLivr	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Nível 2

Schulz	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional
SerEduca	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
SidNacional	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Singia	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Tecnologia da Informação	Novo Mercado
SLCAgricola	SIM	Médio	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
SmartFit	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
Sondotecnica	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
Springs	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
SPTuris	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Tradicional
Stara	NÃO	Médio	Bens Industriais	Bovespa Mais
Statkraft	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Bovespa Mais
SuzanoS.A.	SIM	Alto	Materiais Básicos	Novo Mercado
Taesa	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 2
Tecnisa	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Tegma	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
Tekno	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Telebras	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Telecomunicações	Tradicional
TelefBrasil	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Telecomunicações	Tradicional
Tenda	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
TerraSanta	NÃO	Alto	Consumo não Cíclico	Novo Mercado
TimeForFun	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
TimPartS/A	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Telecomunicações	Novo Mercado
Totvs	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Tecnologia da Informação	Novo Mercado
TranPaulist	SIM	Médio	Utilidade Pública	Nível 1
Trevisa	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Tradicional
Trisul	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
TriunfoPart	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
Tupy	NÃO	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
Ultrapar	NÃO	Alto	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Novo Mercado
Unicasa	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Unipar	NÃO	Alto	Materiais Básicos	Tradicional
Uptick	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Utilidade Pública	Tradicional
Usiminas	SIM	Alto	Materiais Básicos	Nível 1
Vale	SIM	Alto	Materiais Básicos	Novo Mercado
Valid	NÃO	Não consta na Lei 10.165/2000	Bens Industriais	Novo Mercado
Viavarejo	SIM	Não consta na Lei 10.165/2000	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Vulcabras	NÃO	Médio	Consumo Cíclico	Novo Mercado
Weg	SIM	Médio	Bens Industriais	Novo Mercado
Whirlpool	SIM	Médio	Consumo Cíclico	Tradicional
WlmIndCom	NÃO	Médio	Bens Industriais	Tradicional

Fonte: elaborado pela autora.

APÊNDICE B – Percentual de Divulgação pelas empresas da B3 dos itens do IDS

Tabela 25: percentual de divulgação dos itens do IDS.

Percentual de Divulgação pelas empresas da B3 dos itens do IDS							
Categorias	Subcategorias	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		%	%	%	%	%	%
Comunidade	Combate à corrupção	70	74	75	85	85	90
	Engajamento e relacionamento com <i>stakeholders</i>	41	24	17	13	13	17
	Canais de comunicação com a sociedade	86	87	86	81	79	87
	Ações e programas sociais.	27	19	20	15	16	23
	Investimentos e Dispendios sociais	53	45	47	46	48	59
	Impacto nas comunidades locais.	24	33	27	29	39	34
	Desenvolvimento das comunidades locais	37	45	53	57	53	48
	Trabalhos voluntários	90	88	91	92	90	92
	Incentivos fiscais	10	8	9	8	13	8
	Combate ao trabalho infantil	75	64	58	60	59	59
Produtos, serviços e consumidores.	Programas de Qualidade - ISOs 9.000 e 9.001	39	45	44	35	43	35
	Gestão de qualidade	11	10	10	11	11	13
	Consulta à satisfação dos clientes	59	62	59	59	49	46
	Relacionamento, avaliação e gestão dos fornecedores.	52	55	65	59	50	61
	Pesquisa e desenvolvimento	62	60	63	54	55	46
Diversidade	Diversidade e igualdade entre os colaboradores	62	69	69	81	74	64
	Colaboradores por gênero	85	85	83	91	88	86
	Colaboradores por raça	11	8	15	7	9	8
	Colaboradores por idade	77	63	68	70	71	67
	Colaboradores por categorias funcionais	77	74	73	71	72	67
	Colaboradores por região	66	58	65	67	63	61
	Remuneração entre homens e mulheres	29	27	25	24	25	22
	Remuneração dos membros - Fixas e variável	51	44	56	45	44	46
	Licença maternidade e paternidade	20	31	31	30	31	33
	Colaboradores temporários, jovem aprendiz, estagiários e terceirizados.	96	95	98	95	92	98
Relações com colaboradores	Acidentes com colaboradores	95	93	94	87	86	92
	Saúde e segurança do trabalho	95	93	90	91	89	94
	OHSAS 18001	27	28	27	26	28	22
	Sindicatos e negociação coletiva	73	72	74	75	75	72
	Reclamações e indenizações trabalhistas	10	12	15	12	13	11
	Comissão Interna de Prevenção de Acidentes - CIPA	100	100	100	99	100	100
	Lesões, absenteísmo, óbitos, doenças ocupacionais e dias perdidos.	81	88	88	82	84	86
	Remuneração e benefícios	70	66	60	54	56	58
	Contratações	94	94	96	98	96	94
	Demissões	68	72	67	69	66	66
	Rotatividade	70	74	70	64	65	71
	Compromisso com direitos humanos	85	79	83	82	77	77
	Treinamentos e capacitação	99	100	100	100	99	99
Conformidade Socioambiental	Prêmios e reconhecimentos	78	81	79	79	81	86
	Multas e sanções	68	70	73	62	59	67
	Indenizações	46	35	35	35	35	35
	Denúncias	76	77	75	75	78	80
	Queixas e reclamações	78	78	77	71	78	70
	Processos administrativos, ações judiciais e autos de infração.	61	56	53	42	53	59
	Gestão de riscos	81	78	77	82	79	84
	Adesão aos objetivos de desenvolvimento sustentável	1	3	14	33	45	65

	Comitê de sustentabilidade	30	30	22	29	27	35
Recursos hídricos e energéticos	Reutilização, tratamento ou reciclagem da água	53	53	54	53	52	49
	Descarte de água e efluentes	63	58	60	59	65	70
	Qualidade da água	32	30	22	23	21	22
	Eficiência hídrica e energética	32	35	37	43	36	47
	Redução do consumo de água e energia	34	37	48	42	51	55
	Consumo de água e energia	91	91	95	89	92	92
	Utilização de Combustíveis Fósseis	35	38	37	38	39	28
	Utilização de recursos renováveis	77	73	75	73	73	78
	Utilização de recursos não renováveis	33	30	36	38	37	43
	Consumo de combustíveis	24	24	22	25	24	33
	Recursos energéticos por fonte (hidráulica, carvão, biomassa, eólica solar)	66	70	77	75	76	80
Biodiversidade	Impactos na Biodiversidade	24	17	7	2	5	6
	Preservação da biodiversidade	62	52	52	44	49	51
	Habitats protegidos ou restaurados	39	33	22	23	27	25
	Reflorestamento	15	10	14	8	10	14
	Áreas degradadas	27	23	26	20	24	20
	Recuperação de áreas degradadas	28	20	21	19	24	27
	Preservação da fauna e flora	51	50	58	47	46	48
Gestão Ambiental	Políticas ambientais	29	24	19	18	18	14
	Gestão ambiental	80	78	79	70	73	76
	Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	100	100	99	98	99	100
	Apresentação do Balanço social	42	24	17	19	15	16
	Certificados e licenças ambientais ISO 14.000 e 14.001	48	48	48	44	48	46
Impactos ambientais	Emissão de Gases de efeito estufa	81	80	88	80	85	88
	Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL)	15	8	7	3	7	8
	Certificado de Emissão Reduzida (CER)	100	99	100	98	99	100
	Participação no Índice Carbono Eficiente (ICO2)	1	5	4	2	2	4
	Impactos ambientais	85	81	86	78	76	86
	Redução dos impactos ambientais	25	27	36	35	19	22
	Programas de Gestão de resíduos	47	55	41	52	51	60
	Destinação de resíduos	48	48	44	40	35	42
	Resíduos sólidos e não sólidos	68	70	69	59	66	67
	Resíduos perigosos	47	49	44	47	56	57
	Resíduos não perigosos	29	31	28	25	32	39
	Tratamento, recuperação, reciclagem ou reutilização de resíduos.	32	33	35	30	27	28
Vazamentos e derramamentos	67	63	64	56	54	60	
Investimentos e gastos ambientais	24	16	14	12	7	12	

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO A - Atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos ambientais
– Lei 10.165, de 27 de dezembro de 2000.

Figura 28: Atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos ambientais.

Código	Categoria	Descrição	PPURN
1	Extração e Tratamento de Minerais	Pesquisa mineral com guia de utilização; lavra a céu aberto, inclusive de aluvião, com ou sem beneficiamento; lavra subterrânea com ou sem beneficiamento, lavra garimpeira, perfuração de poços e produção de petróleo e gás natural.	Alto
2	Indústria de Produtos Minerais Não Metálicos	Beneficiamento de minerais não metálicos, não associados a extração; fabricação e elaboração de produtos minerais não metálicos tais como produção de material cerâmico, cimento, gesso, amianto, vidro e similares.	Médio
3	Indústria Metalúrgica	Fabricação de aço e de produtos siderúrgicos, produção de fundidos de ferro e aço, forjados, arames, relaminados com ou sem tratamento; de superfície, inclusive galvanoplastia, metalurgia dos metais não-ferrosos, em formas primárias e secundárias, inclusive ouro; produção de laminados, ligas, artefatos de metais não-ferrosos com ou sem tratamento de superfície, inclusive galvanoplastia; relaminação de metais não-ferrosos, inclusive ligas, produção de soldas e anodos; metalurgia de metais preciosos; metalurgia do pó, inclusive peças moldadas; fabricação de estruturas metálicas com ou sem tratamento de superfície, inclusive; galvanoplastia, fabricação de artefatos de ferro, aço e de metais não-ferrosos com ou sem tratamento de superfície, inclusive galvanoplastia, têmpera e cementação de aço, recozimento de arames, tratamento de superfície.	Alto
4	Indústria Mecânica	Fabricação de máquinas, aparelhos, peças, utensílios e acessórios com e sem tratamento térmico ou de superfície.	Médio
5	Indústria de material Elétrico, Eletrônico e Comunicações.	Fabricação de pilhas, baterias e outros acumuladores, fabricação de material elétrico, eletrônico e equipamentos para telecomunicação e informática; fabricação de aparelhos elétricos e eletrodomésticos.	Médio
6	Indústria de Material de Transporte	Fabricação e montagem de veículos rodoviários e ferroviários, peças e acessórios; fabricação e montagem de aeronaves; fabricação e reparo de embarcações e estruturas flutuantes.	Médio
7	Indústria de Madeira	Serraria e desdobramento de madeira; preservação de madeira; fabricação de chapas, placas de madeira aglomerada, prensada e compensada; fabricação de estruturas de madeira e de móveis.	Médio
8	Indústria de Papel e Celulose	Fabricação de celulose e pasta mecânica; fabricação de papel e papelão; fabricação de artefatos de papel, papelão, cartolina, cartão e fibra prensada.	Alto
9	Indústria de Borracha	Beneficiamento de borracha natural, fabricação de câmara de ar, fabricação e condicionamento de pneumáticos; fabricação de laminados e fios de borracha; fabricação de espuma de borracha e de artefatos de espuma de borracha, inclusive látex.	Pequeno
10	Indústria de Couros e Peles	Secagem e salga de couros e peles, curtimento e outras preparações de couros e peles; fabricação de artefatos diversos de couros e peles; fabricação de cola animal.	Alto
11	Indústria Têxtil, de Vestuário, Calçados e Artefatos de Tecidos.	Beneficiamento de fibras têxteis, vegetais, de origem animal e sintéticos; fabricação e acabamento de fios e tecidos; tingimento, estamparia e outros acabamentos em peças do vestuário e artigos diversos de tecidos; fabricação de calçados e componentes para calçados.	Médio
12	Indústria de Produtos de Matéria Plástica.	Fabricação de laminados plásticos, fabricação de artefatos de material plástico.	Pequeno

13	Indústria do Fumo	Fabricação de cigarros, charutos, cigarrilhas e outras atividades de beneficiamento do fumo.	Médio
14	Indústrias Diversas	Usinas de produção de concreto e de asfalto.	Pequeno
15	Indústria Química	Produção de substâncias e fabricação de produtos químicos, fabricação de produtos derivados do processamento de petróleo, de rochas betuminosas e da madeira; fabricação de combustíveis não derivados de petróleo, produção de óleos, gorduras, ceras, vegetais e animais, óleos essenciais, vegetais e produtos similares, da destilação da madeira, fabricação de resinas e de fibras e fios artificiais e sintéticos e de borracha e látex sintéticos, fabricação de pólvora, explosivos, detonantes, munição para caça e desporto, fósforo de segurança e artigos pirotécnicos; recuperação e refino de solventes, óleos minerais, vegetais e animais; fabricação de concentrados aromáticos naturais, artificiais e sintéticos; fabricação de preparados para limpeza e polimento, desinfetantes, inseticidas, germicidas e fungicidas; fabricação de tintas, esmaltes, lacas, vernizes, impermeabilizantes, solventes e secantes; fabricação de fertilizantes e agroquímicos; fabricação de produtos farmacêuticos e veterinários; fabricação de sabões, detergentes e velas; fabricação de perfumarias e cosméticos; produção de álcool etílico, metanol e similares.	Alto
16	Indústria de Produtos Alimentares e Bebidas	Beneficiamento, moagem, torrefação e fabricação de produtos alimentares; matadouros, abatedouros, frigoríficos, charqueadas e derivados de origem animal; fabricação de conservas; preparação de pescados e fabricação de conservas de pescados; beneficiamento e industrialização de leite e derivados; fabricação e refinação de açúcar; refino e preparação de óleo e gorduras vegetais; produção de manteiga, cacau, gorduras de origem animal para alimentação; fabricação de fermentos e leveduras; fabricação de rações balanceadas e de alimentos preparados para animais; fabricação de vinhos e vinagre; fabricação de cervejas, chopes e maltes; fabricação de bebidas não-alcoólicas, bem como engarrafamento e gaseificação e águas minerais; fabricação de bebidas alcoólicas.	Médio
17	Serviços de Utilidade	Produção de energia termoelétrica; tratamento e destinação de resíduos industriais líquidos e sólidos; disposição de resíduos especiais tais como: de agroquímicos e suas embalagens; usadas e de serviço de saúde e similares; destinação de resíduos de esgotos sanitários e de resíduos sólidos urbanos, inclusive aqueles provenientes de fossas; dragagem e derrocamentos em corpos d'água; recuperação de áreas contaminadas ou degradadas.	Médio
18	Transporte, Terminais, Depósitos e Comércio	Transporte de cargas perigosas, transporte por dutos; marinas, portos e aeroportos; terminais de minério, petróleo e derivados e produtos químicos; depósitos de produtos químicos e produtos perigosos; comércio de combustíveis, derivados de petróleo e produtos químicos e produtos perigosos.	Alto
19	Turismo	Complexos turísticos e de lazer, inclusive parques temáticos.	Pequeno
20	Uso de Recursos Naturais	Silvicultura; exploração econômica da madeira ou lenha e subprodutos florestais; importação ou exportação da fauna e flora nativas brasileiras; atividade de criação e exploração econômica de fauna exótica e de fauna silvestre; utilização do patrimônio genético natural; exploração de recursos aquáticos vivos; introdução de espécies exóticas ou geneticamente modificadas; uso da diversidade biológica pela biotecnologia.	Médio

Fonte: Lei nº 10.165/2000.