



Análise Multicriterial da Competitividade Empresarial sob tríplice perspectiva: Financeira, Governança Corporativa e Sustentabilidade

AREA: 6
TIPO: Aplicação

AUTORES

José Ribamar Marques de Carvalho

Universidade Federal de Campina Grande, Brasil
ribamar.ccjs@ufcg.edu.br

Adriana F. Chim-Miki¹

Universidade Federal de Campina Grande, Brasil
adriana.c.miki@ufcg.edu.br

Cibele Cristina da Silva

Universidade Federal de Campina Grande, Brasil
cibelecristiina@gmail.com

Enyedja Kerlly Martins de Araujo Carvalho

Faculdade São Francisco – FASP, Brasil
enyedjakm@gmail.com

1. Autor de contato:
Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA/UFPG) – Unidade Acadêmica de Administração e Contabilidade – UAAC, Universidade Federal de Campina Grande – UFPG, Rua Aprígio Veloso, 882, Bairro Universitário, Campina Grande/PB - CEP 58429-900; Brasil

Análisis Multicriterio de la Competitividad Empresarial bajo triple perspectiva: Financiera, Gobernanza Corporativa y Sostenibilidad
Multicriteria Analysis of Business Competitiveness by triple perspective: Financial, Corporate Governance and Sustainability

Através de Análise Multicritério com Método PROMETHEE II analisou-se o desempenho empresarial sob três lógicas: financeira, governança corporativa e sustentabilidade. A pesquisa é aplicada, descritiva e quantitativa. Onze indicadores foram analisados em 19 empresas selecionadas do site BM&F Bovespa consideradas do setor não-cíclico (atualmente nomeada de B3). Os resultados indicaram um ranking de competitividade empresarial em direção a governança corporativa, bem como corroboram achados anteriores relacionando o desempenho financeiro, a governança corporativa e a sustentabilidade empresarial. O estudo valida um método para apoiar a decisão de investidores, produzindo um ranking de competitividade empresarial a partir de critérios financeiros e não-financeiros.

This paper analyzed business performance by three perspectives, financial, corporate governance and sustainability, through a multicriteria analysis based on PROMETHEE II Method. The research is applied, descriptive and quantitative. Nineteen firms selected from the BM & F Bovespa website of the non-cyclical sector (currently named B3) and, 11 indicators were analyzed. The results indicated a ranking of corporate competitiveness towards corporate governance, as well as corroborate previous findings regards to financial performance, corporate governance, and corporate sustainability. The study validates a method to support the decision of investors, producing a ranking of business competitiveness from financial and non-financial criteria.

A través del Análisis Multicriterio con Método PROMETHEE II se analizó el performance empresarial bajo tres lógicas: financiera, gobernanza corporativa y sostenibilidad. La investigación es aplicada, descriptiva y cuantitativa. Once indicadores fueron analizados en 19 empresas del sitio BM&F Bovespa consideradas del sector no-cíclico (actualmente nombrado de B3). Los resultados indicaron un ranking de competitividad empresarial en dirección a la gobernanza corporativa, y confirmaron hallazgos anteriores relacionando a la performance financiera, la gobernanza corporativa y la sostenibilidad empresarial. El estudio valida un método para apoyar la toma de decisión de inversores, produciendo un ranking de competitividad empresarial desde criterios financieros y no-financieros.

DOI
10.3232/GCG.2019.V13.N2.06

RECEBIDO
15.12.2018

ACETADO
01.03.2019

1. Introdução

A mobilização da sociedade voltada às práticas e políticas sustentáveis tem sido crescente, movimentando ações e cobrando iniciativas empresariais que evidenciem estratégias eficazes de desenvolvimento social. Isto gera impactos sobre as empresas para manterem-se competitivas, impulsionando-as na direção da Responsabilidade Social Corporativa, ou seja, na perspectiva de contribuir voluntariamente para uma sociedade melhor (Dahlsrud, 2008), vez que configura-se como um dos fatores que contribuem para a reputação da empresa, e consequentemente para a competitividade organizacional (Gugler & Shi, 2009; Roberts & Dowling, 2002).

Um número crescente de estudos sobre questões de sustentabilidade no ambiente dos negócios vem sendo desenvolvidos (Chih, Chih, & Chen, 2010; Lourenço & Branco, 2013; Orsato, Garcia, Mendes-Da-Silva, Simonetti, & Monzoni, 2015) que se alinham ao fato de que empreendimentos atuando em foco eminentemente financeiro podem ter problemas de desempenho organizacional (Feil & Naime, 2015; Levy, Szejnwald Brown, & De Jong, 2010; Moraes, Perera, do Milani Filho, & Kerr, 2014).

Por outro lado, mas no mesmo sentido, cresce os estudos sobre práticas de Governança Corporativa (GC) e seus impactos no desempenho da empresa (da Silva, De Montreuil Carmona, & Cravo Teixeira Lagioia, 2011; Grewatsch & Kleindienst, 2017; Shahwan, 2015). Esse interesse talvez esteja ancorado no fato de que uma das funções da GC é estabelecer mecanismos para monitorar e controlar o comportamento dos gestores, no intuito de alinhar interesses e reduzir a assimetria de informação entre gestores e acionistas (Shleifer & Vishny, 1997), representando outra faceta da reputação da empresa que afeta sua competitividade.

Lloret (2016) e Shahwan (2015) reforçam essas premissas quando mostram que as organizações ao trabalhar ativamente para melhorar o desempenho ambiental a GC também alcançam um desempenho financeiro positivo ao longo do tempo. Entre as diferentes perspectivas teóricas que apoiam os estudos nestas vertentes, emergem basicamente aqueles estudos que tem procurado focar estratégias de pesquisas nos quatro princípios básicos da GC: a transparência, a prestação de contas, a responsabilidade e a justiça (Aras & Crowther, 2008).

Elkington (2001), por exemplo, aproxima a governança corporativa da sustentabilidade empresarial, com foco na gestão e na prestação de contas dos administradores para os proprietários, quando apresenta o conceito "Tripé da Sustentabilidade", chamado *Triple Bottom Line* (TBL), uma metodologia de avaliação focada no balanceamento das dimensões ambiental, social e econômica no contexto das atividades empresariais, na tentativa de equilibrar às ações do negócio, o capital natural e o capital humano.

Gray e Bebbington (2007) fazem uma discussão interessante sobre o papel das corporações no contexto das práticas de governança corporativa e da sustentabilidade. Defendem que as corporações líderes adotaram o linguajar do desenvolvimento sustentável como uma linguagem própria na tentativa de intensificar o nível de créditos de suas operações empresariais em busca de garantir competitividade. Desde a teoria dos *stakeholders* que o conceito e *status* de

PALAVRAS-CHAVE

Sustentabilidade Corporativa; Competitividade Empresarial; Indicadores de Decisão, Análise Multicritério.

KEY WORDS

Corporate Sustainability; Business Competitiveness; Decision Indicators, Multicriteria Analysis.

PALABRAS CLAVE

Sostenibilidad Corporativa; Competitividad Empresarial; Indicadores de Decisión, Análisis Multicriterio.

CODIGOS JEL:

M140; M100; M200

Responsabilidade Social Empresarial (RSE) atingiu um patamar no núcleo estratégico, reconhecido, simultaneamente, como parte e fonte da competitividade corporativa (Gugler & Shi, 2009).

Destarte o consenso entre os pesquisadores no tema anteriormente exposto, ainda existe um gap na literatura da área. No intuito de contribuir com opções metodológicas na direção deste gap, este estudo foi desenvolvido com o objetivo de verificar o desempenho empresarial, considerando a GC, a sustentabilidade e o desempenho financeiro, nas companhias do setor não cíclico que negociam suas ações na B3. Para atender este objetivo foi realizada uma pesquisa quantitativa utilizando análise comparativa multicriterial das práticas de sustentabilidade e governança corporativa associada a indicadores financeiros, via método PROMETHEE II (*Preference Ranking Method for Enrichment Evaluation*)

Portanto, está pesquisa oferece uma estrutura sistêmica de análise que possibilita um *ranking* final para identificar e comparar a performance de diferentes empresas. A relevância deste estudo está na oferta de uma opção metodológica para as empresas reconfigurarem suas atividades operacionais, estratégias, objetivos, entre outros, a partir de uma análise do mercado que estão inseridas, atendendo, assim, preceitos da governança e sustentabilidade corporativa, posto ser mecanismos de gestão que pode agregar valor competitivo (Feil & Naime, 2015; Oberndorfer, Schmidt, Wagner, & Ziegler, 2013). Em alguns casos, estas ações podem garantir a sobrevivência da empresa, posto que Moraes et al. (2014) ao realizar um estudo nas empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 identificaram que empresas comprometidas com as melhores práticas de desenvolvimento sustentável têm menor probabilidade de insolvência.

2. Governança Corporativa, Sustentabilidade e Competitividade

Os princípios da boa Governança Corporativa (GC), transparência, prestação de contas, responsabilidade e justiça, estão relacionados com a responsabilidade social corporativa da empresa (Aras & Crowther, 2008), bem como com a sustentabilidade empresarial. Questionamentos vigentes e recorrentes nas últimas 4 décadas dizem respeito ao retorno financeiro proporcionado pelos investimentos de empresas que lastreiam suas práticas alinhadas à sustentabilidade empresarial ou ainda a práticas de governança corporativa (Cruz & de Lima, 2010; Grewatsch & Kleindienst, 2017; Healy & Palepu, 2001).

Apesar da consonância entre a governança corporativa e a sustentabilidade (Elkington, 2001) no campo da pesquisa acadêmica se estabeleceram duas linhas próximas, porém independentes: investigação de divulgação de desempenho das organizações (*disclosure*) e os índices de sustentabilidade. A Teoria da Divulgação baseada no Julgamento (*Discretionary-based Disclosure*), conhecida como a Teoria do *Disclosure* Voluntário, provê o arcabouço conceitual para examinar os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar informações de maneira voluntária (Verrecchia, 2001).

A sustentabilidade corporativa (*Corporate Sustainability*) implica a incorporação dos objetivos do desenvolvimento sustentável, ou seja, objetivos que estejam direcionados à busca da equidade social, eficiência econômica e desempenho ambiental, em práticas operacionais de uma empresa (Labuschagne, Brent, & Van Erck, 2005).

A correlação entre desempenho ambiental e desempenho financeiro tem sido estudada e algumas pesquisas sugerem que empresas que trabalham ativamente para melhorar o desempenho ambiental estão enclinadas a alcançar um desempenho financeiro positivo no longo prazo (ex. Lloret, 2016; Oberndorfer *et al.*, 2013). Lloret (2016) também recomenda abordagens combinadas, pois um modelo de sustentabilidade assume uma grande complexidade em razão da interação que as várias dimensões exercem no âmbito empresarial (social, econômica, ambiental, institucional, cultural etc.).

Um ponto importante na competitividade das empresas é a atração de investidores, e neste sentido Oberndorfer *et al.* (2013) salientam que os investidores estão assumindo posturas acerca da questão, ou seja, buscando investimento socialmente responsáveis (*Socially Responsible Investing* – SRI), ou investimento ético ou sustentável (*Ethical or Sustainable Investing*). Esta prática de escolher alternativas de investimento com base em aspectos ambientais, sociais e éticos abre um novo *front* na análise da competitividade das empresas perante o mercado (Lloret, 2016).

A combinação de medidas de performance financeiras e não financeiras é apontado como uma estratégia para a gestão no *Sustainability Balanced Scorecard* - BSC Sustentável (Schaltegger & Wagner, 2006). Neste mesmo sentido, Chih *et al.* (2010) estudaram 520 empresas em 34 países para identificar se a sustentabilidade empresarial é uma estratégia influenciada por variáveis financeiras e institucionais, tendo verificado que as empresas tendem a adotar estratégias mais alinhadas a sustentabilidade quando o mercado é mais intenso e competitivo.

Orsato *et al.* (2015) estudaram o desempenho econômico-financeiro das empresas que formam a carteira de ações do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e identificaram motivos que levam as organizações a fazer parte de índices de sustentabilidade em mercados de ações. Os resultados suportam as principais proposições da teoria institucional, sinalizando que “vale a pena ser verde” e que o valor intangível criado por iniciativas ambientais voluntárias, como o acesso ao conhecimento, novas capacidades e ganho de reputação, podem explicar melhor os esforços de tais empresas a estarem classificadas no referido índice.

Outro ângulo na geração da competitividade empresarial no que tange a atração de investidores pode advir da (GC), na qual duas perspectivas são dominantes para explicar a sustentabilidade empresarial, a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984). A primeira explica a relação conflitante entre os gestores e os principais acionistas, e com base nesta teoria considera-se que a GC reduz os conflitos de agência (Hussain, Rigoni, & Orij, 2018) e, portanto, melhora a capacidade e legitimidade da empresa (Michelon & Parbonetti, 2012), e conseqüentemente o desempenho (Jo & Harjoto, 2014). A segunda, Teoria dos *Stakeholders*, complementa a Teoria da Agência na GC. Ambas desestimulam e criam mecanismo contra o comportamento oportunista de gestão, protegendo seus acionistas e incluindo metas sociais nas estratégias da empresa (Hussain *et al.*, 2018; Michelon & Parbonetti, 2012).

A avaliação dos sistemas de GC é indicada por Mason e Simmons (2014), com base na teoria dos *stakeholders*, para verificar condições de poder, eficácia e equidade. Também é corroborada por Krechovská e Procházková (2014) em uma relação entre sustentabilidade, CG e performance, a qual

deve passar formulação dos objetivos, das estratégias, das políticas e processos corporativos indicando o esforço da empresa para ser sustentável e competitiva. Estes pressupostos teóricos encontram apoio nos autores anteriormente citados que salientam a importância do uso de indicadores financeiros e não-financeiros (Chih et al., 2010; Schaltegger & Wagner, 2006), e de abordagens combinadas na avaliação da competitividade empresarial (Lloret, 2016; Orsato et al., 2015).

3. Aspectos Metodológicos

Trata-se de uma pesquisa aplicada e descritiva que objetiva gerar conhecimentos práticos e dirigida à solução de problemas específicos, com base na análise de empresas que atuam na B3 durante os anos de 2015, 2016 e 2017. Os dados são secundários coletados a partir das Bases de Dados Económica®. Quanto a natureza trata-se de uma pesquisa de corte quantitativo, sendo uma análise multicriterial.

O processo de tomada de decisões no contexto empresarial tornou-se um processo complexo e algumas vezes conflitantes, dependente de inúmeros fatores, além de habilidades, preferências e conhecimentos do decisor (Araújo & Almeida, 2009). É no auxílio a este processo que as metodologias Multicritério de Apoio à Decisão mostram-se eficazes, pois fornecem um resultado que satisfaz a um conjunto de critérios em que os decisores esperam alcançar mais de um objetivo, sendo conhecidos como multicritério, multiatributo ou multiobjetivo (Gomes & Gomes, 2000; Vincke, 1992).

Assim, esta metodologia permite ao tomador de decisão focar na sustentabilidade corporativa considerando três tipos de critérios: financeiros, de CG e de sustentabilidade. Utilizou-se um dos métodos da família PROMETHEE (*Preference Ranking Method for Enrichment Evaluation*), pois permitem envolver parâmetros com interpretação física e econômica de fácil compreensão para os decisores através do software *Visual PROMETHEE*, versão 1.3. Especificamente, o método PROMETHEE II vem sendo amplamente utilizado no âmbito internacional, e dispõe de seis tipos de funções de preferências para avaliar os indicadores (critérios) configurando-se uma ferramenta que proporciona o ordenamento geral do desempenho empresarial sustentável.

3.1. Amostra do Estudo

As empresas integrantes do presente estudo foram todas empresas cadastradas na BM&FBOVESPA (B3), que são sociedades anônimas do setor de consumo não cíclico, subsetor (agropecuárias), segmentos (agricultura, açúcar e álcool). A escolha deste setor foi dada a sua relevância para economia brasileira e por serem segmentos que necessitam adotar estratégias e práticas organizacionais sustentáveis. Então, a amostragem foi não probabilista, por conveniência, nesta pesquisa adotado a totalidade de empresas cadastradas no B3, por serem empresas que marcam a economia do país. Assim sendo, foi composta de 19 empresas, sendo: cinco do segmento de Agricultura, três de Açúcar e Álcool, três de Alimentos em geral, seis de Carnes e Derivados e, duas do segmento de Limpeza e Produtos de Uso pessoal.

A escolha desse setor foi embasada na importância histórica deste setor para o PIB nacional, vez que os resultados alcançados pelas exportações do agronegócio brasileiro que atingiram 96 bilhões de dólares em 2017. Ocorreu um aumento de 13% em relação a 2016. A relevância é significativa, sem a exportação do agro brasileiro, a balança comercial seria deficitária em 15 bilhões de dólares. Acrescente-se ainda o fato de que nas duas últimas décadas (entre 1997 a 2017), o Brasil exportou 1,23 trilhões de dólares, e o agronegócio foi o setor que mais contribuiu para a balança comercial e para a economia brasileira. O agronegócio responde atualmente – dados de abril de 2018 – por 44,8% das exportações totais do Brasil (Brasil, 2018)

3.2. Variáveis de Análise, Indicadores e Método

A análise considerou 11 variáveis no período de 2015 a 2017, sendo quatro qualitativas e sete quantitativas, que foram coletadas no período de março a agosto de 2018.

As variáveis qualitativas (Figura 1) foram selecionadas a partir do site da B3, sendo elas: Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). A classificação dessas variáveis para cada uma das empresas foi feita a partir da adoção de uma escala dicotômica onde:

Figura 1 - Variáveis Qualitativas

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	JUSTIFICATIVA
Novo Mercado (NM)	Firmou-se na última década como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam voluntariamente práticas de governança.	O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito a voto, as chamadas ações ordinárias (ON).
Nível 1 (N1)	Divulgam informações adicionais às exigidas em lei. O <i>freefloat</i> mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a empresa se compromete em manter no mínimo 25% de ações em circulação no mercado.	As empresas listadas neste segmento devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso as informações pelos investidores.
Nível 2 (N2)	No caso de venda do controle das empresas é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de <i>tagalong</i> de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.	As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que estas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia dos acionistas.
ISE	Busca criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade e estimular a responsabilidade ética das corporações.	É uma ferramenta para análise comparativa da <i>performance</i> das empresas listadas na BOVESPA sobre o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseado em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade.

Nota: Elaborado pelos autores a partir da B3

Variável NM: foi atribuído (1) para a (s) empresa (s) que estava (m) classificada (s) no NM no Novo Mercado e (0) para a empresa que não estava classificada no respectivo ano de análise; Variável N1: atribuiu-se o valor 0,75 caso estivesse classificada no Nível 1 e 0 para não; N2: foi atribuído 0,50 para a empresa classificada nesse grupo e 0 para não; Já para a variável ISE, foi atribuído 1,0 para a empresa que estava nesse grupo e 0 para não. Todas as variáveis apresentam relação positiva com a temática do estudo, ou seja, se buscou maximizar seu valor, adotando o raciocínio que quanto maior esse indicador / variável melhor a relação com a temática do estudo.

As sete variáveis quantitativas selecionadas foram baseadas na proposta de Lyra (2008) que ranqueou através do Método da Análise Hierárquica de Processo (*Analytic Hierarchy Process, AHP*) de indicadores contábeis de desempenho empresarial, sendo: rentabilidade sobre o patrimônio líquido, rentabilidade sobre o ativo, crescimento das vendas, liquidez corrente, composição do endividamento, margem líquida e giro do ativo (**Figura 2**).

Figura 2: Variáveis Quantitativas

VARIÁVEL	FÓRMULA	DESCRIÇÃO	JUSTIFICATIVA
Rent. Sobre PL (RPL)	$(\text{Lucro Líquido} + \text{Part. Acionistas Minoritários}) / \text{Patrimônio Líquido} + \text{Part. Acionistas Minoritários} * 100$	Rateio entre Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido	Os indicadores de rentabilidade visam mostrar o êxito econômico da empresa por meio da comparação dos resultados obtidos, em cada etapa do processo produtivo, com os recursos gerados e consumidos no processo.
Rent. Sobre Ativo (RA)	$(\text{Lucro Líquido} + \text{Part. Acionistas Minoritários}) / \text{Ativo Total} * 100$	Divisão do Lucro operacional antes da divisão das despesas financeiras pelo Ativo operacional	
Crescimento das vendas (Margem bruta) (CV)	$(\text{Lucro Bruto} / \text{Receita operacional}) * 100$	Evolução da Receita Bruta das vendas	Os indicadores de rentabilidade visam mostrar o êxito econômico da empresa por meio da comparação dos resultados obtidos, em cada etapa do processo produtivo, com os recursos gerados ou consumidos no processo.
Margem Líquida (ML)	$(\text{Lucro Líquido} + \text{Part. Acionistas Minoritários}) / \text{Receita Líquida Oper.} * 100$	Lucro Líquido dividido pela Receita Operacional	
Liquidez Corrente (LC)	$(\text{Ativo CP} / \text{Dívida CP})$	Ativo circulante dividido pelo Passivo circulante	Os indicadores de liquidez têm a finalidade básica de analisar a situação financeira, no aspecto da existência ou não de uma margem de folga entre as aplicações de recursos no giro e as fontes de recursos de terceiros.
Composição do endividamento (CE)	$\text{Dívida CP} / \text{Dívida total} \%$	Divisão do Passivo circulante pela soma do Passivo Circulante como Exigível de Longo Prazo	Indicadores de estrutura de capital compreendem as decisões financeiras das empresas em relação a obtenção e aplicação de recursos financeiros, indicando a relação de dependência da empresa em função de recursos de terceiros
Giro do Ativo (GA)	$\text{Receita Líquida operacional} / \text{Ativo total}$	Receita líquida operacional dividido pelo ativo total	Os indicadores de atividade são fundamentais no uso combinado com os indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade para medir a eficácia com que a empresa gira seus ativos.

Nota: Elaborado pelos autores a partir de Lyra (2008)

Os métodos da família PROMETHEE também baseiam-se em duas fases: construção de uma relação de sobreclassificação, agregando informações entre as alternativas e os critérios, e exploração dessa relação para apoio a decisão (Brans & Mareschal, 2005). Estes métodos produzem uma relação de sobreclassificação valorada, com base em conceitos que podem ser interpretados, de forma física ou econômica, pelo decisor. Para esse estudo optou-se pelo método PROMETHEE II, um dos métodos de

consiste na construção e exploração de uma relação de sobreclassificação de valores (Vincke, 1992), sendo utilizados em problemas multicritério.

O Método PROMETHEE II é baseado na utilização do fluxo líquido $\Phi(a)$, que é obtido da seguinte forma:

$$\Phi(a) = \Phi^+(a) - \Phi^-(a)$$

Com base no indicador $\Phi(a)$, as alternativas são organizadas em ordem decrescente, estabelecendo uma pré-ordem completa entre as alternativas, a partir das seguintes relações:

Preferência: aPb se $\Phi(a) > \Phi(b)$.

Indiferença: alb se $\Phi(a) = \Phi(b)$.

Deve-se observar que a ocorrência da condição para a relação de indiferença é muito pouco provável, o que leva geralmente à consideração de que o PROMETHEE II estabelece uma ordem completa. Para esse estudo foi adotado o mesmo peso para todos os indicadores, ou seja, não houve importância diferenciada de um indicador em relação ao outro.

O Método faz a análise para cada par de alternativas sendo calculados dois índices de preferências: o fluxo positivo, Phi+ (Φ^+), e o fluxo negativo, Phi- (Φ^-). A grandeza Phi+ expressa o quanto uma alternativa sobreclassifica todas as outras, assim, quanto maior o fluxo positivo de uma alternativa, melhor ela é. A grandeza Phi- expressa o quanto uma alternativa é sobreclassificada pelas demais, ou seja, quanto menor o fluxo negativo de uma alternativa, melhor ela é. Essas grandezas são usadas para explorar as relações entre as alternativas, e a diferença entre elas (Phi) gera o ranking de alternativas. Assim, quanto maior a Phi resultante, mais alto o ranking. Nesta pesquisa, quanto maior o Phi, melhor o desempenho da empresa analisada considerando os critérios utilizados (variáveis).

4. Resultados: análise multicriterial dos dados

A **Tabela 1** mostra os valores mínimos e máximos, a média e o desvio padrão das 11 variáveis para as 19 empresas, no período analisado (2015-2017). Pode-se observar que existe uma elevada variação destes índices nas empresas deste grupo, fato que dificulta uma tomada de decisão.

Tabela 1 - Variações nos indicadores no período de 2015 a 2017

Ano	Estatístico	NM	N1	N2	ISE	RPL	RA	CV	LC	CE	ML	GA
2015	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	-1504,20	-53,70	-19,90	0,10	1,10	-83,20	0,20
	Máximo	1,00	0,75	0,00	1,00	48,50	24,50	69,40	6,40	99,60	56,70	1,60
	Média	0,26	0,04	0,00	0,58	-74,28	-2,18	27,38	1,66	40,28	-2,05	0,78
	Desvio padrão	0,44	0,17	0,00	0,49	337,70	15,74	18,42	1,40	24,96	25,39	0,41

2016	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	-57,50	-19,80	-7,00	0,10	1,70	-43,70	0,10
	Máximo	1,00	0,00	0,00	1,00	37,40	13,80	69,10	4,40	85,50	14,70	1,70
	Média	0,42	0,00	0,00	0,47	2,25	-0,12	25,61	1,49	34,88	-4,58	0,78
	Desvio padrão	0,49	0,00	0,00	0,50	19,15	6,94	20,78	0,92	22,58	16,57	0,45
2017	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	-394,90	-31,01	-9,89	0,10	5,00	-79,44	0,10
	Máximo	1,00	0,00	0,00	1,00	41,00	18,50	70,50	4,30	90,70	19,40	1,60
	Média	0,42	0,00	0,00	0,63	-16,36	-0,43	26,05	1,44	34,85	-3,43	0,76
	Desvio padrão	0,49	0,00	0,00	0,48	90,01	10,49	16,88	0,90	20,81	22,84	0,38

Analisando individualmente as empresas, no ano de 2015, o primeiro lugar no Ranking foi obtido pela BRF SA, reflexo do $\emptyset = 44\%$, o que retrata o bom desempenho tanto no CV (31,30), quanto na LC (1,70), muito embora a CE não tenha refletido essa situação (17,30). Nos dois anos seguintes, a empresa que obteve o primeiro lugar foi a M. Dias Branco, com melhor desempenho em todos os índices financeiros. Essa constatação empírica é apoiada pela perspectiva de Silva (2007), quando apontam que o volume de vendas gera liquidez financeira empresarial e proporciona ganhos na rentabilidade e alavancagem operacional. Neste mesmo ano, a empresa que ficou com pior posicionamento no ranking (19º) foi a Pomifrutas ($\emptyset = -0,5859$), devido ao baixo desempenho dos seus indicadores financeiros.

No ano de 2016, houve uma variação nas posições do ranking, a empresa M. Dias Branco, saiu da quarta posição em relação ao ano anterior e passou a ser a primeira no ranking ($\emptyset = 0,45$) em relação as outras (Tabela 4). Observa-se que quase todos os seus indicadores financeiros apresentaram um bom desempenho (Tabela 3). Em contrapartida a empresa que ocupou a última posição no ranking foi a Terra Santa com um percentual de ($\emptyset = -0,3485$), apresentando uma queda no ranking quando se compara com o ano de 2015, os indicadores que mais contribuíram para esse cenário foram RPL (-15,1), RA (7,0), CE (17,60) e ML (-17,6).

A empresa M. Dias Branco permaneceu na primeira posição em 2017. A Pomifrutas repetiu o quadro negativo do ano de 2015 ($\emptyset = -0,4798$), reflexo principalmente da baixa RPL e da ML. No ranking de governança se observou que no ano de 2016, a empresa M. Dias Branco permaneceu em primeiro lugar no ranking (54% acima das demais organizações), mostrando um avanço em relação ao ano anterior, ocasionado por pequenas evoluções em todos os indicadores analisados. Destacando, entre todas as empresas a Margem Líquida (14,70) indica o lucro líquido em relação às vendas líquidas do período. Também apresentando o percentual de lucratividade gerado e a Rentabilidade sobre o Ativo (13,80), ou seja, mostrando uma eficiência global da alta direção da empresa na geração de lucros com seus investimentos totais, portanto, pode ser entendido como bom desempenho desta organização.

Enquanto que a Pomifrutas apresentou piores desempenhos e continua na última posição (-0,587), apesar de ter obtido uma diminuição significativa do indicador Composição do Endividamento, que está relacionada com a dependência desta empresa em função dos recursos de terceiros. Segundo Marion (2012) este é um índice que pode apresentar concentração significativa no curto prazo ocasionando maiores dificuldades em um momento de reversão de mercado tendo poucas alternativas na crise, deve ser esse o caso da empresa em questão. E apresenta valor nulo na Rentabilidade sobre o PL e um baixo desempenho na Margem Líquida (-40,40).

Como forma de verificar a existência de correlação entre as variáveis relacionadas a governança corporativa e sustentabilidade com os indicadores de desempenho financeiro foi aplicado ao conjunto

de variáveis o Coeficiente de Correlação de Postos de Spearman (ρ), considerando um índice de significância de 0,05, pois é uma medida de correlação não-paramétrica, que ao contrário do coeficiente de correlação de Pearson, não requer a suposição que a relação entre as variáveis é linear, nem requer que as variáveis sejam quantitativas. Além de poder ser usado para as variáveis medidas no nível ordinal. Os resultados principais podem ser observados na **Tabela 4**.

A variável qualitativa relacionada com a sustentabilidade (ISE) foi a que apresentou maior correlação positiva com as variáveis quantitativas (financeiras). Somente com a Composição do Endividamento que apresenta coeficiente negativo ($\rho = -0,31$). Destaca-se os índices que mostram uma relação alta entre ISE e o Crescimento das Vendas ($\rho = 0,75$) e, com o Giro do Ativo ($\rho = 0,66$).

Por outro lado, as variáveis qualitativas relacionadas a GC apresentaram menores valores de correlação com as variáveis financeiras. O Novo Mercado (NM) que representa empresas que podem emitir apenas ações com direito a voto apresentou seis casos de correlação negativa, tendo expressivo valor de Postos de Spearman ($\rho = 0,92$) somente com outra variável qualitativa, a ISE. Indicando a relação entre sustentabilidade e GC.

Enquanto que a variável N1, que expressa a adoção de práticas que favoreçam a transparência e o acesso as informações pelos investidores, obteve melhores correlação com as variáveis financeiras, tendo apenas um caso de coeficiente negativo, com a Composição do Endividamento ($\rho = -0,14$). Destacou-se a alta correlação com Crescimento das vendas ($\rho = 0,73$), com Giro do Ativo ($\rho = 0,93$) e com a Liquidez Corrente ($\rho = 0,54$). A variável N2 não foi possível realizar a correlação. No geral estes resultados confirmam a influência dos parâmetros relacionados a GC e a sustentabilidade sobre os resultados da empresa, portanto, atuando em sua competitividade no mercado (**Tabela 2**).

Tabela 2 - Resultados do Teste de Correlação de Postos de Spearman

	NM	N1	N2	ISE	RPL	RA	CV		LC	CE	ML
NM	1,00	-0,14	.	0,03	-0,21	-0,26	-0,17		-0,51	0,41	-0,28
	.	0,57	.	0,92	0,39	0,28	0,47		0,02	0,08	0,24
N1	-0,14	1,00	.	0,20	0,30	0,30	0,09		0,15	-0,26	0,30
	0,57	.	.	0,41	0,21	0,21	0,73		0,54	0,29	0,21
N2	.	.	.	.	.	.	.		.	.	.

ISE	0,03	0,20	.	1,00	0,33	0,41	0,08		0,19	-0,31	0,45
	0,92	0,41	.	.	0,16	0,08	0,75		0,42	0,19	0,05
RPL	-0,21	0,30	.	0,33	1,00	0,89	0,63		0,49	-0,29	0,83
	0,39	0,21	.	0,16	.	0,00	0,00		0,03	0,22	0,00
RA	-0,26	0,30	.	0,41	0,89	1,00	0,52		0,62	-0,27	0,94
	0,28	0,21	.	0,08	0,00	.	0,02		0,00	0,26	0,00
CV	-0,17	0,09	.	0,08	0,63	0,52	1,00		0,44	-0,10	0,56
	0,47	0,73	.	0,75	0,00	0,02	.		0,06	0,67	0,01
LC	-0,51	0,15	.	0,19	0,49	0,62	0,44		1,00	-0,62	0,68
	0,02	0,54	.	0,42	0,03	0,00	0,06		.	0,00	0,00

CE	0,41	-0,26	.	-0,31	-0,29	-0,27	-0,10		-0,62	1,00	-0,38
	0,08	0,29	.	0,19	0,22	0,26	0,67		0,00	.	0,11
ML	-0,28	0,30	.	0,45	0,83	0,94	0,56		0,68	-0,38	1,00
	0,24	0,21	.	0,05	0,00	0,00	0,01		0,00	0,11	.
GA	-0,44	0,02	.	0,11	0,00	-0,07	0,00		-0,18	0,16	-0,22
	0,06	0,93	.	0,66	1,00	0,77	0,99		0,46	0,51	0,37

Nota: Sig. (0,05)

Esta alta variação observada nos resultados, torna árdua a tarefa de compreender a competitividade relativa deste grupo de empresas com base nos indicadores mistos utilizados, assim a Análise Multicriterial forneceu uma ferramenta de comparação das empresas. Cada indicador gerou um ranking final, mostrando a posição de cada uma delas e o seu respectivo fluxo líquido representado pela diferença entre Phi+ e Phi-. Isto permitiu estabelecer relações entre essas empresas, englobando o sentido e a função de cada indicador financeiro, fazendo referência à sustentabilidade corporativa (Tabela 3).

Tabela 3 - Ranking de Governança Corporativa 2015 a 2017

Rank	Empresas	\emptyset	$\emptyset+$	$\emptyset-$	Rank	Empresas	\emptyset	$\emptyset+$	$\emptyset-$	Rank	Empresas	\emptyset	$\emptyset+$	$\emptyset-$
1	Brf SA	0,44	0,61	0,17	1	M. Dias Branco	0,45	0,59	0,14	1	M. Dias Branco	0,48	0,60	0,12
2	Brasil Agro	0,42	0,56	0,14	2	Naura	0,33	0,52	0,19	2	Naura	0,25	0,48	0,23
3	Naura	0,37	0,56	0,19	3	Raizen Energ	0,21	0,46	0,25	3	SLC Agrícola	0,22	0,46	0,25
4	M. Dias Branco	0,31	0,51	0,20	4	Minerva	0,17	0,44	0,27	4	Brasil Agro	0,21	0,46	0,25
5	J. Macêdo	0,17	0,44	0,27	5	São Martinho	0,15	0,43	0,29	5	São Martinho	0,15	0,43	0,28
6	São Martinho	0,11	0,40	0,29	6	J. Macêdo	0,11	0,41	0,30	6	Bombril	0,12	0,40	0,29
7	Jbs SA	0,11	0,40	0,30	7	Brf SA	0,10	0,42	0,32	7	Jbs SA	0,11	0,42	0,31
8	Aliperti	0,08	0,40	0,32	8	Josapar	0,02	0,36	0,34	8	P. Açúcar - CBD	0,06	0,38	0,32
9	SLC Agrícola	0,04	0,39	0,35	9	Jbs SA	0,02	0,37	0,35	9	J. Macêdo	0,06	0,39	0,33
10	Raizen Energ	0,02	0,37	0,35	10	Bombril	0,01	0,35	0,35	10	Minerva	0,06	0,38	0,33
11	Marfrig	-0,06	0,32	0,38	11	SLC Agrícola	-0,04	0,35	0,38	11	Raizen Energ	0,05	0,39	0,34
12	Biosev	-0,08	0,33	0,41	12	P. Açúcar - CBD	-0,09	0,30	0,38	12	Marfrig	-0,01	0,35	0,36
13	Minerva	-0,09	0,30	0,39	13	Marfrig	-0,10	0,31	0,41	13	Josapar	-0,06	0,34	0,40
14	P. Açúcar - CBD	-0,10	0,30	0,40	14	Aliperti	-0,12	0,30	0,42	14	Brf SA	-0,16	0,27	0,43
15	Josapar	-0,12	0,30	0,41	15	Minupar	-0,13	0,28	0,41	15	Aliperti	-0,17	0,28	0,45
16	Bombril	-0,27	0,22	0,49	16	Biosev	-0,21	0,25	0,46	16	Minupar	-0,23	0,24	0,47
17	Minupar	-0,29	0,21	0,50	17	Brasil Agro	-0,25	0,24	0,49	17	Terra Santa	-0,30	0,22	0,52
18	Terra Santa	-0,47	0,15	0,62	18	Pomifrutas	-0,26	0,22	0,48	18	Biosev	-0,35	0,17	0,52
19	Pomifrutas	-0,59	0,09	0,67	19	Terra Santa	-0,36	0,19	0,55	19	Pomifrutas	-0,48	0,12	0,60

Nota: Legenda: \emptyset = Fluxo líquido; $\emptyset+$ = Fluxo positivo; $\emptyset-$ = Fluxo negativo.

Extrai-se da **Tabela 3** que as cinco melhores *performances* no ano de 2015 foram obtidas pelas empresas BRF S/A ($\emptyset = 0,44$), Brasilagro ($\emptyset = 0,42$), Natura ($\emptyset = 0,56$), M. Dias Branco ($\emptyset = 0,31$) e J. Macêdo ($\emptyset = 0,17$) as quais apresentaram os maiores fluxos líquidos positivos. Por outro lado, as piores performances foram obtidas pelas Pomifrutas ($\emptyset = -0,59$), Terra Santa ($\emptyset = -0,47$), Minupar ($\emptyset = -0,29$), Bombril ($\emptyset = -0,27$) e Josapar ($\emptyset = -0,12$), conforme as comparações realizadas entre os fluxos positivos e negativos.

No ano de 2016, apenas duas das empresas de 2015 conseguiram se manter no *ranking* das cinco melhores, que sejam: M. Dias Branco ($\emptyset = 0,45$), Natura ($\emptyset = 0,33$), Raizen Energ ($\emptyset = 0,21$), Minerva ($\emptyset = 0,17$) e São Martinho ($\emptyset = 0,15$) e A piores posições foram obtidas por Terra Santa ($\emptyset = -0,36$), Pomifrutas ($\emptyset = -0,26$), Brasilagro ($\emptyset = -0,2424$), Bioserv ($\emptyset = -0,21$) e Minupar ($\emptyset = -0,13$).

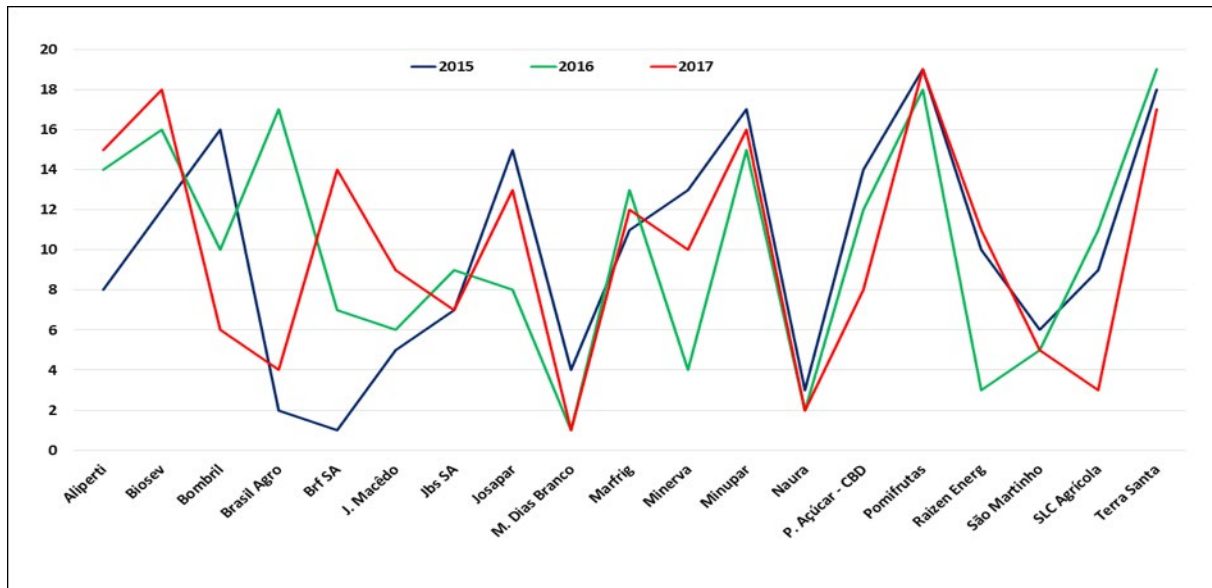
Durante o ano de 2017 se destacam no ranking de governança corporativa as empresas M. Dias Branco ($\Phi = 0,4848$), Natura ($\emptyset = 0,2525$), SLC Agrícola ($\emptyset = 0,2172$), Brasilagro ($\emptyset = 0,21$) e São Martino ($\emptyset = 0,15$). Nas cinco piores posições do ranking de GC estão as empresas Pomifrutas ($\emptyset = -0,48$), seguida da Bioserv ($\emptyset = -0,35$), Terra Santa ($\emptyset = -0,30$), Minupar ($\emptyset = -0,23$) e Aliperti ($\emptyset = 0,17$).

O cenário observado neste período aponta algumas variações no desempenho da GC que tem gerado mudanças bruscas de posicionamento em alguns casos, e a uma certa concentração de desempenho entre as empresas posicionadas com performance medianas. No período estudado, ocorreram evoluções e déficits de acordo com as variações dos indicadores financeiros de rentabilidade, liquidez e estrutura de capital (**Figura 3**). No primeiro caso, destaca-se a empresa Brf S/A que se encontrava na 1° posição em 2015, 7ª em 2017 e 14ª posição em 2017, denotando uma mudança drástica de posições dentro do ranking de GC. Outra empresa que teve mudanças significativas foi a Minerva, que em 2015 estava na 13°, em 2016 alcançou a 3ª posição, e declinou para a 10ª posição em 2017.

No caso da empresa a Brf S/A, o quadro foi ocasionado pela queda em todos os indicadores, principalmente em RPL e RA. Diferentemente da BRF AS, nota-se uma consistência nas comparações da empresa Natura que praticamente não oscilou sua posição durante os três anos comparados, ficando em 2015 na 3ª posição, e em 2016, 2017 na 2ª posição, ou seja, demonstrando consistência de suas práticas empresariais em torno da governança corporativa. Igual situação pode ser observada na empresa M. Dias Branco, que apesar das pequenas alterações apresentadas nos seus indicadores, finalizou o ano de 2015 no 4º lugar do ranking, e acabou sendo a líder no ranking nos últimos dois anos, reforçando seu desempenho econômico empresarial e sustentável.

Apesar da análise considerar três anos, pode-se antever um alinhamento entre o desempenho ambiental, social e financeiro, ou seja, existe uma combinação e correlação que entre as dimensões abordadas pelo método do estudo e que se alinda ao entendimento de Oberndorfer et al. (2013) e Lloret (2016). Os resultados desta pesquisa também mostram que a busca por investimentos socialmente responsáveis (*Socially Responsible Investing* – SRI) está ganhando adeptos, seja para proteger o ambiente natural ou para cumprir com as normas sociais e éticas refletem no desempenho financeiro, mas que é uma postura vital para a gestão corporativa de longo prazo (Oberndorfer et al., 2013).

Figura 3 - Variações das posições relativas das empresas (2015 a 2017)



5. Considerações Finais

O presente estudo objetivou apresentar uma metodologia baseada nas técnicas de análise multicritério, composta por onze indicadores qualitativos e quantitativos a partir de dados secundários para avaliar a sustentabilidade corporativa de forma comparativa entre uma amostra de 19 empresas, mas que representam a totalidade de organizações do setor B3, ou seja, sociedades anônimas do setor não-cíclico cadastradas na BOVESPA.

Baseado no método de análise multicritério com uso do Software PROMETHEE II permitiu a comparação dos diversos indicadores, de todas as empresas, em cada ano analisado. Em síntese, o panorama geral obtido através do *ranking* final evidenciou e permitiu a identificação das empresas que apresentam o pior e o melhor rendimento sob a perspectiva da análise financeira considerando a sustentabilidade corporativa e sua conexão sobre as áreas econômica, social e ambiental. Respectivamente, essas empresas no ano de 2015 são a BRF AS e a Pomifrutas, em 2016 a M. Dias Branco e Terra Santa e 2017 a M. DiasBranco e Pomifrutas.

Os resultados obtidos estão alinhados com a corrente teórica da que defende o pressuposto de que ações de CG, sociais e ambientais melhoram a competitividade da empresa, por atuar positivamente

sobre a imagem e os indicadores financeiros das mesmas. Os índices de correlação de Pearson mostraram que os indicadores qualitativos de N1 e ISE, respectivamente relacionados com transparência e sustentabilidade corporativa, baseado em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, afetam a movimentação dos ativos, vendas e liquidez corrente. Pontos que são essenciais para uma empresa manter-se competitiva no mercado e atrair bons investidores, conforme defendem Roberts e Dowling (2002), Gugler e Shi (2009) e Da Silva et al., (2011) potencializando a reputação empresarial. Como era de se esperar o ISE apresenta alta correlação com a GC.

No geral, apesar dos casos de correlação negativa, confirma-se que existe influência da GC e sustentabilidade nos resultados financeiros, numa linha similar a defendida por Shahwan (2015), Grewatsch e Kleindienst (2017) e outros. Portanto, os resultados mostram que a mescla de indicadores deve ser utilizada para analisar a empresa num contexto mais completo e seguro de seu desempenho atendendo o indicado por Oberndorfer et al. (2013) e Lloret (2016).

Em resumo, os aportes teóricos desta pesquisa são a confirmação dos achados relacionados a relação direta e positiva entre o desempenho financeiro e a governança corporativa, contribuindo para o gap da literatura da área. Enquanto que os aportes metodológicos deste estudo foram a comprovação de que a Análise Multicritério utilizando o Método PROMETHEE II possibilita obter informações relevantes e necessárias para o processo de tomada de decisão por parte dos responsáveis das organizações, além de gerar uma análise de posicionamento empresarial no setor. Portanto, pode-se considerar como aportes práticos, a informação gerada que permite aos investidores visualizarem a evolução das empresas rumo a governança corporativa e sustentável, a qual traz reflexos no desempenho financeiro. De forma que os achados deste trabalho facilitam a percepção das fraquezas para uma posterior melhora, evidenciará os pontos fortes mostrando a origem e justificativa de cada um, e permite a escolha de investimentos com menor risco.

Esta pesquisa teve como principal limitação o número de indicadores relacionados a GC e sustentabilidade disponíveis em base de dados confiáveis e uniformizadas para todas as empresas. Outra limitação deste estudo foi a não utilização de pesos para definir grau de importância de cada variável no contexto de análise. Desta forma, sugere-se como pesquisa futura, a aplicação prévia de um questionário aos *stakeholders* para determinar o peso das variáveis, repetindo a análise multicritério com esta nova informação. Também a inclusão de outros indicadores de GC e sustentabilidade é uma desejada pesquisa futura, a fim de ampliar a mescla de variáveis na análise da competitividade empresarial, atingindo um ponto de fusão entre o financeiro, o social e o ambiental, tanto na imagem quanto na efetiva performance da empresa.

.....

Referências

- Aras, G.; Crowther, D. (2008). "Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*", Vol. 46, Num.3, pp.433-448.
- Araújo, A. G. de; Almeida, A. T. de. (2009). "Apoio à decisão na seleção de investimentos em petróleo e gás: uma aplicação utilizando o método PROMETHEE". *Gestão da Produção*, Vol.16, Num. 4, pp. 534-543.
- Brans, J.-P.; Mareschal, B. (2005). "PROMETHEE methods. En *Multiple criteria decision analysis: state of the art surveys*". Springer.
- Brasil (2018). *Exportações do agronegócio garantiram superávit da balança comercial*. Disponível em: <http://www.agricultura.gov.br/noticias/exportacoes-do-agro-garantiram-superavit-da-balanca-comercial>. Acesso em: 28/12/2018.
- Chih, H.-L.; Chih, H.-H.; Chen, T.-Y. (2010). "On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry". *Journal of Business Ethics*, Vol.93, Num.1, pp.115-135.
- Cruz, C. V. O. A.; de Lima, G. A. S. F. (2010). "Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil". *Revista Universo Contábil*, Vol. 6, Num. 1, pp. 85-101.
- da Silva, R. F.; De Montreuil Carmona, C. U.; Cravo Teixeira Lagioia, U. (2011). "A Relação entre o Risco e as Práticas de Governança Corporativa Diferenciada no Mercado Brasileiro de Ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz". *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, Vol.13, Num.39, pp.175-192.
- Dahlsrud, A. (2008). "How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions". *Corporate social responsibility and environmental management*, Vol.15, Num.1, pp.1-13.
- Elkington, J. (2001). "Sustentabilidade Canibais Com Garfo e Faca: Triple botton line". São Paulo: M. Books.
- Feil, A. A.; Naime, R. H. (2015). "Mensuração da sustentabilidade das corporações com selo ISE da BMFBovespa via modelo GSE". *Revista Ambiente Contábil*, Vol. 7, Num.1, pp. 254-272.
- Freeman, R. E. (1984). "Strategic management: A stakeholder approach". Cambridge university press.
- Gomes, L. F. A. M.; Gomes, C. F. S. (2000). "Tomada de decisão gerencial: enfoque multicritério". Editora Atlas SA.
- Gray, R.; Bebbington, J. (2007). "Corporate sustainability, accountability and the pursuit of the impossible dream". *Handbook of sustainable development*, 376-394.
- Grewatsch, S.; Kleindienst, I. (2017). "When does it pay to be good? Moderators and mediators in the corporate sustainability--corporate financial performance relationship: A critical review". *Journal of Business Ethics*, Vol.145, Num.2, pp.383-416.
- Gugler, P.; Shi, J. Y. J. (2009). "Corporate social responsibility for developing country multinational corporations: lost war in pertaining global competitiveness?" *Journal of Business Ethics*, Vol.87, Num.1, pp.3-24.
- 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*, Vol.31, Num.1-3, pp.405-440.
- Hussain, N.; Rigoni, U.; Orij, R. P. (2018). "Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance". *Journal of Business Ethics*, Vol.149, Num.2, pp.411-432.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of financial economics*, Vol.3, Num.4, pp.305-360.
- Jo, H.; Harjoto, M. (2014). "Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm risk. *Business Ethics*" *European Review*, Vol.23, Num.3, pp.272-292.
- Krechovská, M.; Procházková, P. T. (2014). "Sustainability and its integration into corporate governance focusing on corporate performance management and reporting". *Procedia Engineering*, Vol.69, pp.1144-1151.

Labuschagne, C.; Brent, A. C.; Van Erck, R. P. G. (2005). "Assessing the sustainability performances of industries". *Journal of cleaner production*, Vol.13, Num.4, pp.373-385.

Levy, D. L.; Szejnwald Brown, H.; De Jong, M. (2010). "The contested politics of corporate governance: The case of the global reporting initiative". *Business & Society*, Vol.49, Num.1, pp.88-115.

Lloret, A. (2016). "Modeling corporate sustainability strategy". *Journal of Business Research*, Vol.69, Num.2, pp.418-425.

Lourenço, I. C.; Branco, M. C. (2013). "Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case". *Journal of Cleaner Production*, Vol.57, pp.134-141.

Mason, C.; Simmons, J. (2014). "Embedding corporate social responsibility in corporate governance: A stakeholder systems approach". *Journal of Business Ethics*, Vol.119, Num.1, pp.77-86.

Michelon, G.; Parbonetti, A. (2012). "The effect of corporate governance on sustainability disclosure". *Journal of Management & Governance*, Vol.16, Num.3, pp.477-509.

Moraes, L. F. S.; Perera, L. C. J.; do Milani Filho, M. A. F.; Kerr, R. B. (2014). "Desenvolvimento sustentável e insolvência: um estudo de empresas brasileiras". *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade-GeAS*, Vol.3, Num.2, pp.39-57.

Oberndorfer, U.; Schmidt, P.; Wagner, M.; Ziegler, A. (2013). "Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for German firms". *Journal of Environmental Economics and Management*, Vol.66, Num.3, pp.497-509.

Orsato, R. J.; Garcia, A.; Mendes-Da-Silva, W.; Simonetti, R.; Monzoni, M. (2015). "Sustainability indexes: why join in? A study of the 'Corporate Sustainability Index (ISE)' in Brazil". *Journal of Cleaner Production*, Vol.96, pp.161-170.

Roberts, P. W.; Dowling, G. R. (2002). "Corporate reputation and sustained superior financial performance". *Strategic management journal*, Vol.23, Num.12, pp.1077-1093.

Schaltegger, S.; Wagner, M. (2006). "Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting". *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol.3, Num.1, pp.1-19.

Shabwan, T. M. (2015). "The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt". *Corporate Governance*, Vol.15, Num.5, pp.641-662.

Shleifer, A.; Vishny, R. W. (1997). "A survey of corporate governance". *The journal of finance*, Vol.52, Num.2, pp.737-783.

Verrecchia, R. E. (2001). "Essays on disclosure". *Journal of accounting and economics*. Vol. 32, Num.1-3, pp.97-180.

Vincke, P. (1992). "Multicriteria decision-aid". *John Wiley & Sons*.

.....