

DIVULGAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL SOB IMPACTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOB PERSPECTIVA TBL

*Disclosure of Corporate Sustainability under the impacts of Corporate
Governance from a TBL perspective*

.....
Aziz Beiruth

E-mail: aziz@fucape.br

Doutor em Controladoria e Contabilidade

Fucape Business School

<https://orcid.org/0000-0001-6962-3044>

.....
Leonardo de Rocha Brito

E-mail: prof.leobritto@gmail.com

Mestre em Ciências Contábeis

Fucape Business School

<https://orcid.org/0000-0001-6036-4496>

Artigo recebido em 26 de junho de 2021 | Aceito em 13 de novembro de 2023.

RESUMO

O presente trabalho utilizou as empresas listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3), integrantes do IBRX 100 e que publicam relatório de sustentabilidade nos padrões estabelecidos pela GRI, no intuito de analisar a existência de relação entre as práticas de governança corporativa e o nível de divulgação de práticas sustentáveis por parte das empresas, sob a ótica do *Triple Bottom Line*. Desta forma, a partir de dados coletados manualmente nos formulários de referências e relatórios anuais de sustentabilidade, bem como de dados contidos na base online Economática®, realizou-se uma análise por meio de regressão Tobit para os anos de 2018 e 2019, a qual permitiu verificar que características como tamanho e independência do conselho de administração, bem como o percentual de mulheres que integram os mesmos e a ocupação por um mesmo indivíduo dos cargos de CEO e presidente do conselho são capazes de influenciar as divulgações de práticas sustentáveis pelas empresas. Tal Informação é de grande importância para auxiliar pesquisadores e investidores a melhor entender o mercado e também a formarem opinião e estratégias de investimentos, metas e objetivos.

Palavras-chave: Sustentabilidade, Governança Corporativa, Responsabilidade Social, Divulgação de Informações.

ABSTRACT

The present work used the companies listed on the Stock Exchange, Brazil, Balcão (B3), members of the IBRX 100 and that publish a sustainability report in the standards established by the GRI, in order to analyze the existence of a relationship between corporate governance practices and the level disclosure of sustainable practices by companies, from the perspective of the Triple Bottom Line. Thus, from data collected manually in the reference forms and annual sustainability reports, as well as data contained in the online Economática® database, an analysis was carried out using Tobit regression for the years 2018 and 2019, which it allowed us to verify that characteristics such as the size and independence of the board of directors, as well as the percentage of women on the board and the occupation by the same individual of the positions of CEO and chairman of the board are capable of influencing the disclosure of sustainable practices by companies. Such Information is of great importance to help researchers and investors to better understand the market and also to form an opinion and investment strategies, goals and objectives.

Keywords: Sustainability, Corporate governance, Social responsibility, Information Disclosure.

1 INTRODUÇÃO

A sustentabilidade tem se apresentado como um desafio para as empresas atualmente, uma vez que propõe uma nova abordagem na realização de negócios, qual seja o de alinhar ao máximo o objetivo final das organizações, que é obtenção de retorno econômico-financeiro com ações que preservem o planeta para gerações futuras, reduzindo os impactos negativos sobre o meio ambiente (Souza et al., 2019). Sendo assim, as empresas se utilizam da publicação voluntária de relatórios de sustentabilidade como a prática de medir, divulgar e prestar contas aos *stakeholders* internos e externos a respeito do desempenho organizacional no tocante ao desenvolvimento sustentável (Gri, 2006).

Nesta perspectiva, a responsabilidade social pode ser visualizada como um instrumento para o alcance do objetivo maior da governança corporativa, uma vez que, ao divulgar

informações de sustentabilidade, a empresa pode aumentar seu valor no mercado, pois a sociedade como um todo passa a ter uma percepção mais favorável em relação à mesma (Swarnapali & Luo, 2018).

Assim, o presente estudo teve por intuito investigar a relação entre a Governança Corporativa e o nível de divulgação das práticas sustentáveis das empresas, levando em consideração as três dimensões de desempenho das empresas (*Triple Bottom Line*), definidas na estrutura de relatórios da GRI, quais sejam: ambiental, econômica e social; buscando responder ao questionamento: qual a relação entre a governança corporativa e o nível de divulgação de práticas sustentáveis na perspectiva do *Triple Bottom Line*, das empresas brasileiras listadas na B3?

O número de empresas que divulgam relatórios de sustentabilidade vem crescendo a cada ano, haja vista os inúmeros benefícios que o mesmo proporciona às organizações, tais como melhoria da marca na visão dos clientes, maior transparência e credibilidade, além de a empresa se tornar um investimento mais atraente para o mercado (Paun, 2018).

No tocante à realidade brasileira, por ser o Brasil um país continental com grande parte de sua extensão territorial coberta por recursos naturais esgotáveis, compreende-se que sejam necessários níveis diferenciados de preocupação por parte das empresas que atuam neste mercado, sob pena de restrições e embargos por parte de outras economias que representam grandes participações nas relações com o mercado exterior.

Outro fator preponderante que aumenta a cobrança por parte da sociedade e demais partes interessadas por posturas socialmente responsáveis das empresas atuantes no país são os desastres ambientais, infelizmente cada vez mais presentes no âmbito nacional. Isso porque tais desastres afetam substancialmente a produção e o nível de riqueza dos países (Ribeiro et al., 2014).

Os impactos causados pelos rompimentos das barragens de Samarco, no ano de 2015, e Brumadinho, no ano de 2019, por exemplo, são sentidos até hoje pelas empresas responsáveis e, por consequência, pela economia brasileira que se encontra em obrigação de gerar cada vez mais atitudes compensatórias em relação ao prejuízo ambiental decorrido.

Desta forma, justifica-se a realização desta pesquisa no cenário brasileiro, uma vez que a lacuna de estudo acerca do comportamento sustentável das empresas atuantes no mercado nacional, associado às práticas de governança corporativa desenvolvidas pelas mesmas, ainda não foi preenchida na literatura.

Para responder o questionamento estabelecido nesta pesquisa, analisou-se as empresas listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3), integrantes do IBRX 100 e que publiquem relatório de sustentabilidade nos padrões estabelecidos pela GRI, por meio de regressão Tobit para os anos de 2018 e 2019. Os dados utilizados para formação das variáveis explicadas, ou dependentes, foram extraídos dos já mencionados relatórios de sustentabilidade e as características de

governança, que correspondem às variáveis explicativas, ou independentes, foram obtidas através dos formulários de referência publicados anualmente por cada empresa observada.

Percebe-se então grande relevância em estabelecer uma pesquisa dessa natureza, uma vez que a preocupação com a sustentabilidade é um indicador que a entidade possui compromissos com a sociedade, no sentido de atender as necessidades e aspirações do presente, sem comprometer a capacidade de atendimento no futuro (Marcondes & Bacarji, 2010). Adicionalmente, é possível destacar a importância deste estudo no tocante ao desenvolvimento das práticas de governança corporativa e suas respectivas influências na divulgação de práticas sustentáveis das empresas.

Pode-se destacar ainda, como contribuição desta pesquisa, o fato de poderem ser compreendidas as associações entre as práticas de governança desenvolvidas pelas empresas e cada aspecto da sustentabilidade isoladamente, na visão do *Triple Bottom Line*, possibilitando inclusive a realização de ações direcionadas para melhoria de indicadores específicos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E O CONFLITO DE AGÊNCIA

Com o passar dos anos, os padrões de consumo da sociedade e as pressões da mídia e de diversas outras organizações têm forçado as empresas a não se preocuparem estritamente com a obtenção de lucro (Azevedo, 2006) mas a tomarem decisões que minimamente aliem seu desempenho econômico a fatores sociais e ambientais que possam satisfazer as expectativas das demais partes interessadas, na qual se insere a sociedade como um todo (Maia & Pires, 2011). Isso porque os stakeholders tem exigido cada vez mais informações não somente financeiras, mas de ações e projetos desenvolvidos em prol da sociedade e da preservação do meio ambiente (Bomfim et al., 2015).

Nesse contexto, percebe-se então a presença do conceito do *Triple Bottom Line*, expressão cunhada por Elkington, em 1994, que leva em consideração o desenvolvimento da empresa em três áreas distintas, quais sejam: ambiental, social e econômica, assumindo que todas são igualmente importantes para o desenvolvimento sustentável daquelas.

O referido modelo, por vezes pode ainda ser citado como modelo dos 3 P's, do inglês People (pessoas), aspecto que aborda o capital humano das organizações; Planet (planeta), que está relacionado com o capital natural das organizações; e Profit (Resultado), aspecto que trata dos resultados econômicos das empresas (Maia & Pires, 2011).

Nunes et al. (2010) ressaltam que, da mesma forma que a empresa deve prezar pela qualidade de seus produtos e valor da sua marca, também deve zelar por seus valores morais e compromisso social. Ignorar estes aspectos ambientais e sociais pode prejudicar a imagem da mesma junto à opinião pública, o que dificultaria em vários âmbitos a continuidade de suas atividades econômicas (Azevedo, 2006).

Bomfim et al. (2015), bem como Hussain et al. (2018), descrevem que a demanda por informações por parte dos stakeholders vem aumentando a cada dia e que tais informações não são apenas de cunho financeiro, mas voltadas para aspectos sociais e ambientais assim como os impactos causados pelas atividades organizacionais.

Acredita-se que tais exigências se devam ao fato de que, na visão dos stakeholders, o desempenho financeiro da empresa está íntima e positivamente ligado com sua responsabilidade socioambiental, ressaltando assim a eficiência da administração da entidade (Nunes et al., 2010). Verifica-se ainda que o interesse dos stakeholders é que a empresa continue visando o lucro, porém, levando sempre em consideração o impacto de suas atividades no meio ambiente (Azevedo, 2006).

Neste aspecto, quando se observa a busca dos investidores por empresas que apresentem não somente bons resultados financeiros, mas também preocupação com a parte social e ambiental e que, em contrapartida, o principal foco dos administradores das organizações está no aumento constante da performance financeira, percebe-se claramente que, permeando todo esse crescimento da questão sustentável encontra-se o conflito de agência, postulada por Jensen e Meckling (1976). Devido então a esse conflito entre os interesses do principal, neste caso representado pela sociedade em geral e pelos investidores, e dos agentes, representados pelos administradores das empresas, torna-se necessário o desenvolvimento de práticas de governança corporativa, buscando minimizar tal conflito entre as partes.

Ainda sobre a realidade apresentada, Peixoto et al. (2016) ressaltam que é uma forte tendência que os investidores busquem por empresas que adotem práticas de sustentabilidade e responsabilidade social na hora de aplicar seus recursos, escolhendo assim aquelas que apresentam uma melhor imagem perante a sociedade. Corroborando também com Nunes et al. (2010) quando os mesmos afirmam que o mercado financeiro percebeu o movimento de adesão das empresas ao desenvolvimento sustentável.

Peixoto et al. (2016), por sua vez, ressaltam que as empresas preocupadas com sua imagem frente à sociedade são as que reconhecem que a sustentabilidade pode trazer benefícios de longo prazo, mas que, para tanto, investimentos no presente são necessários.

Diante desse cenário, o presente trabalho analisou a realidade das empresas listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3) sob a perspectiva do *Triple Bottom Line*, considerando que

as empresas de capital aberto devem ser as mais preocupadas com o efeito sinalização (Spence, 1973) que suas ações promovem para os stakeholders.

2.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO FERRAMENTA DE SUSTENTABILIDADE

A governança corporativa tem sido amplamente estudada, bem como suas relações com o desempenho das empresas, uma vez que a mesma proporciona maior atratividade no mercado, devido à melhoria na performance financeira alcançada, além de reduzir a assimetria informacional e fortalecer a imagem da empresa e sua competitividade no mercado (Almeida et al., 2018; Brugni, 2012; Brugni et al., 2012).

Acredita-se que o grande interesse por estudar a governança corporativa se deva ao fato de que a mesma tem como principal objetivo, mitigar possíveis conflitos de interesse entre os provedores de capital (investidores) e os agentes (administradores), alinhando assim os interesses de todos os envolvidos no desenvolvimento dos negócios (Bomfim et al., 2015).

No tocante à sustentabilidade empresarial, Hussain et al. (2018) mostram em sua pesquisa que a grande maioria das práticas de Governança Corporativa desempenham um papel relevante para a melhoria dos aspectos social e ambiental das empresas e destacam ainda que a mesma tenha um grande compromisso de tornar mais transparente as atividades da empresa. Bomfim et al. (2015), por sua vez, destacam que as práticas de governança geram uma maior confiança das partes relacionadas (stakeholders) e até mesmo proporcionam maior legitimidade aos atos praticados pelas empresas e seus respectivos conselhos de administração.

Aliando então os conceitos de governança corporativa aos de sustentabilidade empresarial neste estudo, assim como Bomfim et al. (2015), considera-se as práticas de responsabilidade socioambiental das empresas como extensões da governança corporativa visando atender aos anseios de seus stakeholders, uma vez que se evidencia com isso uma intenção das mesmas em demonstrar preocupação com o desenvolvimento sustentável e o bem-estar da comunidade.

Diversas são as variáveis utilizadas para realização de estudos acerca das práticas de governança corporativa nas empresas. Neste trabalho optou-se pelo uso do grupo de variáveis utilizadas por Hussain et al. (2018) em sua pesquisa, quais sejam: tamanho e independência do conselho, dualidade do CEO, presença de mulheres no conselho, número de reuniões do conselho e a existência de um comitê de sustentabilidade na organização.

No que diz respeito ao aspecto tamanho do conselho, não há um posicionamento pacífico quanto à sua influência no desenvolvimento das empresas. Andres et al. (2005), corroborado por Prado-Lorenzo e Garcia-Sanchez (2010), afirmam que grandes conselhos

dificultam a coordenação, flexibilidade e comunicação dentro dos mesmos, prejudicando assim a eficiência da governança corporativa.

Nessa mesma linha, Dey (2008) e Jizi et al. (2014) argumentam que quanto menor for o tamanho do conselho, mais eficiente será sua comunicação, o controle e o gerenciamento exercido por ele, propiciando assim um maior comprometimento dos integrantes e até mesmo maior responsabilização pelos atos praticados.

Outro fator importante, influenciado pelo tamanho do conselho de administração, é a expertise dos profissionais que o compõe, a qual se torna menos diversificada quando o conselho tem um tamanho menor (Brugni et al. 2018).

Levando em consideração o exposto nos parágrafos anteriores, escolheu-se, assim como Hussain et al. (2018), formular a seguinte hipótese:

H1. O tamanho do conselho afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Botton Line*.

Quanto ao aspecto de independência do conselho, Hillman et al. (2000) argumentam que a participação de diretores independentes no conselho ajuda a dar maior legitimidade aos atos praticados pelo mesmo, além de servir como uma espécie de maior ligação entre os stakeholders e a empresa. Os referidos autores destacam ainda que um conselho administrativo mais independente tem maiores condições de controlar e monitorar as ações dos agentes de maneira eficaz, uma vez que se espera que os conselheiros externos sejam menos sujeitos a pressões internas de acionistas e administradores.

Bomfim et al. (2015) afirmam nesse sentido que os diretores independentes são pessoas sem nenhum vínculo familiar com os administradores das organizações e que não mantem relação empregatícia com as mesmas, ou seja, representam as demais partes interessadas que poderão assim diminuir o conflito de agência presente neste aspecto.

Eng e Mak (2003), assim como Bomfim et al. (2015), reportam que a participação de diretores independentes no conselho são um fator para o aumento de divulgação de informações para as partes interessadas na empresa, sejam eles investidores, sociedade ou outros stakeholders. Não obstante, Michelin e Parbonetti (2012) reportam uma relação fraca entre a independência do conselho e as iniciativas de sustentabilidade das empresas.

Diante dos pensamentos expostos acima, levanta-se então a seguinte hipótese de pesquisa:

H2. A independência do conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Botton Line*.

Quando o CEO de uma empresa ocupa também o cargo de presidente do conselho, tem-se um caso de Dualidade do CEO, ou seja, um mesmo indivíduo ocupando dois cargos de extrema importância na gestão de uma empresa. Esse fator diminui a independência do conselho, bem como a responsabilidade e a transparência da empresa (Michelon & Parbonetti, 2012).

Fama e Jensen (1983) afirmam que quando estes dois papéis, o de diretor executivo e de presidente do conselho, são combinados, a fronteira entre o que é gerenciamento e o que é controle se torna confusa. Neste aspecto, Hussain et al. (2018) confirmam tal pensamento, uma vez que seus achados apoiam a separação das duas funções, argumentando que o conselho diretor deve monitorar as decisões dos agentes, função essa que se torna inviável se o CEO for o presidente do conselho.

Acerca desse aspecto, Bomfim et al. (2015) não encontraram em sua pesquisa influência entre a dualidade do CEO e o processo de divulgação de informações econômicas e socioambientais. Por outro lado, Arena et al. (2014) revelam ter encontrado uma associação positiva entre a dualidade do CEO e o desempenho ambiental das empresas. Frente a isso, assumindo que a separação dos dois papéis em questão é aconselhável, assim como Hussain et al. (2018), levanta-se a seguinte hipótese:

H3. A dualidade do CEO afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Bottom Line*.

Uma outra característica inerente à governança corporativa, é a diversidade na formação do conselho administrativo das empresas, aqui entendido especificamente como o percentual de participantes do sexo feminino na composição dos mesmos. Williams (2003) afirma que as mulheres são mais sensíveis à doação e à filantropia, sendo mais orientadas para as questões sociais e que sua maior presença nos conselhos é positivamente relacionada à responsabilidade social.

Características como as citadas no parágrafo anterior, fazem com que as decisões dos conselhos, com maior presença de mulheres em sua composição, tomem mais iniciativas relacionadas à responsabilidade social e assim atendam melhor à expectativa dos stakeholders (Hussain et al., 2018).

Neste aspecto, Ali et al. (2020) também encontraram uma relação significativa e positiva entre a presença de mulheres no conselho de administração, o desempenho financeiro das empresas e a responsabilidade social corporativa.

Sobre este assunto ainda, Glass et al. (2015) afirmam que há uma relação significativa e positiva entre o número de mulheres no conselho e o desempenho sustentável das empresas,

relação esta que é corroborada por Hussain et al. (2018) em seus achados. Assim, seguindo a mesma linha de raciocínio, hipotetizou-se:

H4. A maior participação relativa de mulheres no conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Botton Line*.

Como uma forma de fiscalizar e acompanhar as metas e objetivos traçados para a empresa durante um determinado período de tempo, o número de reuniões do conselho administrativo, conforme expõem Hussain et al. (2018), pode ser visto como indicador tanto de maior quanto de menor eficiência do mesmo.

Segundo o autor supracitado, há uma corrente que considera que uma maior quantidade de reuniões do conselho representa eficácia do conselho, uma vez que se entende uma maior atividade de supervisão e acompanhamento. Por outro lado, há quem defenda que, quanto mais reuniões, mais ineficiente é o conselho pois constantemente precisam reunir-se para tratar sobre assuntos, muitas vezes repetidos (Brugni et al., 2018).

Para Hussain et al. (2018) reuniões mais frequentes do conselho indicam maior diligência do mesmo e caracterizam uma forma de prestar maior assistência aos interesses das demais partes interessadas. Tal raciocínio vem corroborar com os achados de Jizi et al. (2014). Assim, esperando também encontrar tal relação neste trabalho, levantou-se a seguinte hipótese:

H5. O número de reuniões do conselho tem um impacto positivo na divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Botton Line*.

Por fim, a última característica a ser analisada é a existência ou não de um comitê de sustentabilidade dentro das empresas, uma vez que a existência de tal organismo influencia de maneira positiva na implementação de ações voltadas à sustentabilidade corporativa (Bomfim et al., 2015). Além disso, simboliza ainda a orientação do conselho e seu compromisso com o desenvolvimento sustentável (Hussain et al., 2018).

Spitzeck (2009), corroborado por Bomfim et al. (2015), ressalta um impacto positivo da presença de um comitê de sustentabilidade sobre as práticas desenvolvidas por uma empresa para a sustentabilidade, uma vez que as principais funções do referido comitê são formular estratégias, e revisar o seu progresso, em relação aos principais indicadores de desempenho sustentável.

Acompanhando então o pensamento de Michelin e Parbonetti (2012), assim como Hussain et al. (2018), que consideram que a existência do comitê de sustentabilidade pode ser

vista como um dispositivo de monitoramento eficaz para melhorar o alcance das divulgações fornecidas às partes interessadas, levantou-se a seguinte hipótese:

H6. A existência de um comitê de sustentabilidade tem um impacto positivo na divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Bottom Line*.

3 METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS

Para a realização desta pesquisa utilizou-se dados das empresas listadas na B3, integrantes do IBRX 100 nos anos de 2018 e 2019, uma vez que no final do ano de 2016, as diretrizes GRI para a elaboração de relatórios de sustentabilidade passaram por uma revisão e reestruturação que passou a ter vigência apenas a partir de 1º de janeiro de 2018. Desta maneira, relatórios anteriores possuem uma estrutura diferenciada dos que foram publicados anteriormente.

Os dados constantes na base desse estudo foram coletados manualmente, verificando-se todas as informações constantes nos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas empresas, referente aos anos de 2018 e 2019, bem como dos Formulários de Referência (FR) disponíveis na base da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Dado o mecanismo de seleção exposto acima, a amostra inicial foi composta por 100 empresas integrantes do índice IBRX 100, índice este composto exclusivamente de ações e *units* de empresas que ocuparam as 100 primeiras posições do índice de negociabilidade no período de vigência das últimas três carteiras. Destas 100 empresas iniciais, foram retiradas as empresas que não publicam relatórios de sustentabilidade no padrão GRI, ou mesmo que não publicam nenhum tipo de relatório que divulgue suas ações socioambientais, bem como as que não haviam disponibilizado seu relatório de sustentabilidade referente ao ano de 2018.

Assim, após as devidas exclusões, restaram um total de 58 (cinquenta e oito) empresas e um total de 116 (cento e dezesseis) observações.

3.2 MODELO EMPÍRICO

Uma vez que se objetiva estudar as associações entre as características da governança corporativa (GC) com o nível de divulgação de práticas sustentáveis pelas empresas, em seus três aspectos, utilizou-se o modelo a seguir para testar as seis hipóteses estabelecidas:

$$DS_i = \alpha + BSIZE_i + BINDP_i + CEODUAL_i + WONB_i + BOACT_i + CRSCOM_i + SIZE_i + DE_i + ROA_i + SALES_i + SECTOR_i + u_i$$

Em que: DS representa o índice de divulgação de sustentabilidade na dimensão i , quais sejam econômica, social e ambiental; BSIZE $_i$ corresponde ao tamanho do conselho da empresa i ; BINDP $_i$ corresponde à proporção de conselheiros independentes no board i ; CEODUAL $_i$ corresponde à dualidade do CEO da empresa i ; WONB $_i$ representa o percentual de mulheres presente no conselho da empresa i ; BOACT $_i$ representa o número de reuniões realizadas pelo conselho da empresa i ; CRSCOM $_i$ representa a presença ou não do comitê de sustentabilidade da empresa i ; a partir deste ponto tem-se as variáveis de controle, em que SIZE $_i$ corresponde ao tamanho da empresa da empresa i , que corresponde ao logaritmo natural do ativo total da empresa em estudo; DE $_i$ corresponde à estrutura de capital da empresa i , equivale à relação entre o total das dívidas da empresa com o seu patrimônio líquido; ROA $_i$ corresponde à lucratividade da empresa i , obtida por meio da razão entre o lucro líquido e o total de ativos da empresa; SALES $_i$ corresponde ao crescimento de vendas da empresa i , medido pela variação percentual no total de vendas em relação ao ano anterior; e SECTOR $_i$ representa uma variável dummy que assume valor 1 se a empresa integrar os setores de indústria, siderurgia, produção de petróleo, gás e energia elétrica ou ainda o setor de mineração, e 0 caso contrário.

Ressalta-se que para testar o modelo aqui exposto foi utilizado o software Stata16[®] com dados winsorizados a 2% em cada cauda.

3.3 MEDIÇÃO DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES

Seguindo o método utilizado por Hussain et al. (2018), para medir as variáveis explicadas, ou dependentes, identificou-se o nível de divulgação para cada dimensão da sustentabilidade considerada no *Triple Bottom Line*, quais sejam: econômica, social e ambiental, constituindo assim índices de divulgação de práticas sustentáveis das empresas estudadas.

As diretrizes da GRI estabelecem 91 (noventa e um) itens dos três aspectos do *Triple Bottom Line*, os quais são expostos de maneira textual e que, embora sejam sumarizados ao final de cada relatório, requerem atenção e cuidado ao serem identificados. Assim, durante a análise atribuiu-se valor 1 para cada item devidamente divulgado nos relatórios e 0 para cada item que não foi divulgado. Em seguida, procedeu-se o cálculo do índice de divulgação para cada indicador através da fórmula a seguir:

$$ID_i = \frac{\text{Nº de itens divulgados do indicador}}{\text{Total de itens do indicador}}$$

Onde ID significa o índice de divulgação e *i*, representa cada dimensão da sustentabilidade.

Neste ponto é válido ressaltar que, por assumirem as variáveis dependentes valores entre 0 e 1, ou seja, estarem censuradas tanto à direita quanto à esquerda, foi realizada análise utilizando modelo Tobit, o qual se mostra mais apropriado para situações em que as variáveis dependentes são limitadas.

3.4 MEDIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

As variáveis independentes, associadas a cada uma das hipóteses levantadas anteriormente, foram obtidas através dos formulários de referência publicados por cada empresa integrante da amostra de estudo, disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e coletados manualmente durante o levantamento de dados da pesquisa.

A variável Tamanho do Conselho (B_Size), corresponde ao número total de diretores no conselho de administração. A variável Independência do Conselho (B_Indp) corresponde ao percentual de diretores independentes para o total de diretores. A variável Dualidade do CEO (CEODual) equivale a uma variável binária que assume valor 1 se o CEO da empresa também ocupa o cargo de presidente do conselho de governança e 0 caso contrário. A variável referente a presença de mulheres no conselho (Wonb) corresponde ao percentual de diretoras do sexo feminino em relação ao tamanho do conselho. A variável de Reuniões do Conselho (BoAct) corresponde ao número de reuniões do conselho por ano. Por fim, a variável de Comitê de Sustentabilidade, corresponde a uma variável binária que assume valor 1 se existe um comitê de sustentabilidade e 0 caso contrário.

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Foi possível observar nesta tabela que nenhuma das empresas analisadas publicou todos os itens preconizados pela GRI, haja vista que o número máximo alcançado, levando-se em consideração os três índices de divulgação, foi de 0,889 no aspecto econômico. Outro ponto observado foi o fato de que o tamanho do conselho das empresas observadas possui uma grande extensão, tendo o maior conselho analisado o quantitativo de 14 integrantes, o que corresponde a quase o triplo do tamanho do menor conselho, que é formado por 5 integrantes.

A variável independência do conselho é outra que possui uma grande extensão, chegando a apresentar por volta de 80% do conselho composto por membros externos à organização. O mesmo aplica-se à atividade do conselho, que varia de 04 reuniões por ano até 57 reuniões por ano.

A variável percentual de participação de mulheres no conselho apresentou 30% como número máximo, além de sua moda ser igual a 0 (zero), ou seja, a maioria das empresas não possui nenhuma mulher integrando seu conselho de administração. Quanto à presença de um comitê de sustentabilidade nas empresas, essa realidade mostrou-se positiva, uma vez que a maioria das organizações que integraram a base deste estudo possuem em sua estrutura um comitê responsável pelas práticas de sustentabilidade por elas realizadas.

4.2 RESULTADO DAS REGRESSÕES

Uma vez que este estudo se baseia na visão do *Triple Bottom Line*, a qual subdivide a sustentabilidade em três aspectos distintos, que são o econômico, o ambiental e o social, o modelo de regressão proposto foi testado separadamente para cada um destes aspectos, sendo o resultado obtido para cada aspecto discutido separadamente. Tal separação para análise, faz com que uma hipótese tenha a possibilidade de ser confirmada para um determinado aspecto e negada para outro.

Ao considerar o aspecto econômico, representado aqui pela variável ID Econ, os resultados encontrados foram os expostos na Tabela 1:

Tabela 1
Análise de Regressão para o Índice de Divulgação Econômica (ID ECON)

ID Econ	Coef.	Std. Err.	t	P > t	95% Conf.	Interval
B Size	0.0173	0.0098	1.76	0.082	-0.0022	0.0368
B Indp	0.0028	0.0012	2.35	0.021	-0.0004	0.0051
CeoDual	-0.0437	0.0549	-0.80	0.428	-0.1525	0.0651
WonB	0.0030	0.0025	1.20	0.233	-0.0020	0.0080
BoAct	-0.0012	0.0020	-0.63	0.533	-0.0051	0.0027
CRSCom	-0.0612	0.0486	-1.26	0.211	-0.1576	0.0352
Size	0.0068	0.0214	0.32	0.753	-0.0357	0.0492
DE	0.0119	0.0068	1.76	0.081	-0.0015	0.0253
ROA	-0.0066	0.0042	-1.56	0.121	-0.0150	0.0018
Sales	-0.0004	0.0015	-0.25	0.801	-0.0034	0.0027
Sector	0.0256	0.0546	0.47	0.640	-0.0826	0.1338
_cons	0.0743	0.3541	0.21	0.834	-0.6279	0.7764

Verifica-se, a partir do exposto, que a variável Independência do Conselho (B Indp) apresenta relação positiva e significativa com o índice de divulgação econômica a um nível de 5% de significância.

Percebe-se assim que é possível afirmar que a hipótese 2, a qual diz que quanto mais independente for o conselho, melhor seu índice de divulgação das práticas sustentáveis do aspecto econômico, pode ser considerada verdadeira para o aspecto econômico do *Triple Bottom Line*, o que torna os achados deste estudo aderentes aos resultados encontrados por Bomfim et al. (2015), Eng e Mak (2003) e Hussain et al. (2018). No entanto, como pode-se verificar nas Tabelas 2 e 3, a mesma relação não é encontrada quanto aos índices de divulgação ambiental e social.

Este resultado mostra que, nas empresas analisadas, a defesa dos interesses dos stakeholders, no tocante à sustentabilidade empresarial, esperada com a presença de conselheiros independentes, não está acontecendo de maneira plenamente satisfatória. Isso pode ainda servir de confirmação para os achados de Bortolon e Brugni (2012), quando os mesmos afirmam que é possível haver redes de relacionamentos entre os conselheiros e os administradores das empresas, fragilizando assim a imparcialidade e dever de fiscalização daqueles.

Com base nos achados deste estudo, verifica-se também que a variável Tamanho do Conselho (BSize) apresenta relação significativa com índice de divulgação econômica, a um nível de 10% e a um nível de 1% com o índice de divulgação ambiental, ambos de maneira positiva. Assim, é possível afirmar que a hipótese 1, levantada sobre o fundamento de que quanto maior o tamanho do conselho, menor o grau de divulgação de práticas sustentáveis

do aspecto ambiental, foi rechaçada, contrariando assim os achados de Andres et al. (2005) e Prado-Lorenzo e Garcia-Sanchez (2010).

Sobre este aspecto de tamanho do conselho, é importante ainda ressaltar que há estudos, como os de Silveira (2004), que sugerem que a relação entre o tamanho do conselho e sua eficiência não apresenta um comportamento linear. Desta forma, é possível afirmar que um conselho, a partir de certa quantidade de membros, pode ser prejudicial à empresa e à eficiência do mesmo.

Outro ponto importante, também destacado por Silveira (2004), é que os conselhos maiores podem aumentar o conflito de agência e levar a ineficiências inclusive no processo decisório, por tratarem-se de múltiplos objetivos a serem levados em consideração na hora de decidir.

Tabela 2

Análise de Regressão para o Índice de Divulgação Ambiental (ID AMB)

ID Amb	Coef.	Std. Err.	t	P > t	95% Conf.	Interval
B Size	0.0276	0.0085	3.25	0.002	0.0108	0.0443
B Indp	0.0002	0.0010	0.22	0.825	-0.0018	0.0023
CeoDual	-0.0482	0.0474	-1.02	0.312	-0.1422	0.0459
WonB	0.0011	0.0022	0.53	0.598	-0.0031	0.0054
BoAct	-0.0039	0.0017	2.34	0.021	0.0006	0.0072
CRSCom	-0.0557	0.0418	-1.33	0.185	-0.1386	0.0271
Size	-0.0374	0.0184	-2.04	0.044	-0.0739	0.0010
DE	0.0027	0.0058	0.47	0.640	-0.0088	0.0143
ROA	-0.0119	0.0037	-3.23	0.002	-0.0193	0.0046
Sales	-0.0003	0.0013	0.25	0.806	-0.0023	0.0029
Sector	0.0596	0.0469	1.27	0.207	-0.0334	0.1526
_cons	0.7456	0.3041	2.45	0.016	0.1427	1.3486

Com base no exposto na Tabela 2, percebe-se ainda que a variável Atividade do Conselho (Boact) apresenta uma relação negativa e significativa com o índice de divulgação ambiental, a um nível de 5% de significância. Uma vez que o sinal apresentado é negativo, pode-se afirmar que a hipótese 5, a qual diz que o número de reuniões do conselho afeta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis, não pode ser suportada.

Tais achados vêm corroborar com os achados de Brugni et al. (2018), o qual afirma que um maior número de reuniões torna o processo de decisão mais moroso, afetando assim as ações praticadas e, por consequência, divulgadas pelas empresas. Verifica-se ainda que os resultados obtidos neste estudo estão em desacordo com os achados de Hussain et al. (2018) e Jizi et al. (2014).

No tocante ao aspecto social, representado neste estudo pela variável ID Soc, encontram-se três variáveis com relação significativa, quais sejam: Dualidade do CEO, a um nível de 5%; Presença de mulheres no conselho (WonB), a um nível de 1%; e Presença de Comitê de sustentabilidade, a um nível de 10%, conforme pode ser observado nos resultados contidos na Tabela 3.

A relação significativa encontrada na variável de presença de mulheres no conselho confirma o que foi encontrado anteriormente por Hussain et al. (2018), assim como também por Glass et al. (2015) e Williams (2003). Em contraposição a essa relação, verifica-se o fato de que muitas empresas não apresentam nenhuma mulher integrando seu conselho de administração e, dentre as que apresentam, não foi encontrado nenhum percentual acima de 30% de presença feminina.

Tal constatação abre espaço para duas vertentes de interpretação para este resultado. Uma delas seria a de que realmente as mulheres estão empenhadas a desenvolver atividades socialmente responsáveis. Por outro lado, pode-se entender ainda que as empresas que se preocupam em desempenhar ações sustentáveis também são propensas a olhar para a questão da diversidade no conselho, buscando integrar pessoas do gênero feminino em suas composições.

Tabela 3
Análise de Regressão para o Índice de Divulgação Social (ID SOC)

ID Soc	Coef.	Std. Err.	t	P > t	95% Conf.	Interval
B Size	0.0043	0.0058	0.74	0.463	-0.0073	0.0158
B Indp	-0.0001	0.0007	-0.21	0.831	-0.0015	0.0012
CeoDual	-0.0663	0.0325	-2,04	0.044	-0.1307	-0.0019
WonB	0.0052	0.0015	3.47	0.001	0.0022	0.0081
BoAct	0.0014	0.0012	1.24	0.218	-0.0009	0.0037
CRSCom	-0.0503	0.0288	-1.74	0.084	-0.1074	0.0069
Size	-0.0033	0.0127	-0.26	0.796	-0.0284	0.0219
DE	0.0012	0.0040	-0.29	0.773	-0.0091	0.0068
ROA	-0.0103	0.0025	-4.10	0.000	-0.0153	-0.0053
Sales	0.0002	0.0009	0.27	0.791	-0.0016	0.0020
Sector	0.0676	0.0322	2.10	0.038	0.0037	0.1315
_cons	0.3531	0.2102	1.68	0.096	-0.0636	0.7699

Pode-se perceber também que a variável “Dualidade do CEO”, apresentou relação significativa e com sinal negativo, ou seja, influenciam negativamente a divulgação de práticas sustentáveis pelas empresas, confirmando assim a hipótese 3 levantada nesse estudo. Nesse aspecto, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que é um órgão brasileiro que divulga boas práticas de governança corporativa e estimula várias pesquisas acerca

desse assunto, preconiza que essa ocupação por um mesmo indivíduo dos cargos de CEO e presidente do conselho são nocivas ao bom desempenho das empresas.

Essa relação nociva é reiteradamente confirmada pelos estudos realizados sobre assunto, a exemplo dos estudos de Moraes (2015) e Kaveski et al. (2016), em que os mesmos encontraram evidências de que a dualidade do CEO afeta significativa e negativamente o desempenho das empresas. Tal fato reforça que, para fortalecer suas práticas de boa governança, as empresas devem abdicar dessa prática que, segundo os estudos, tem prejudicado o desempenho das mesmas ao longo do tempo.

Por fim, a variável que versa sobre a presença de um comitê de sustentabilidade na estrutura da empresa, apresentou uma relação significativa, porém com sinal negativo, o que faz com que a hipótese 6, seja rechaçada, haja vista que a mesma afirma que a presença de um comitê afeta positivamente a divulgação de práticas contábeis.

Tal constatação contraria o que foi relatado anteriormente por Bomfim et al. (2015), Hussain et al. (2018), Michelon e Parbonetti (2012) e Spitzack (2009), que encontraram uma relação positiva entre essas variáveis. Isso pode evidenciar que, embora presentes na estrutura da empresa, o comitê de sustentabilidade não esteja exercendo a contento suas atribuições, uma vez que o comitê foi criado para fortalecer as práticas de sustentabilidade por parte das empresas, atendendo assim as exigências do mercado e dos stakeholders.

Ao fim da análise, pode-se então constatar que quatro das seis hipóteses levantadas foram suportadas por pelo menos um aspecto do *Triple Bottom Line*, conforme é possível visualizar na Tabela 4.

Tabela 4
Constatação das Hipóteses Analisadas

Hipótese 1	O tamanho do conselho afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Confirmada para os aspectos econômico e ambiental
Hipótese 2	A independência do conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Confirmada para o aspecto econômico
Hipótese 3	A dualidade do CEO afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Confirmada para o aspecto social
Hipótese 4	A maior porcentagem de mulheres no conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Confirmada para o aspecto social
Hipótese 5	O número de reuniões do conselho tem um impacto positivo na divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Não suportada
Hipótese 6	A existência de um comitê de sustentabilidade tem um impacto positivo na divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Não suportada

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho consistiu-se em analisar a existência de relação entre as práticas de governança corporativa e o nível de divulgação de práticas sustentáveis pelas empresas listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3), integrantes do IBRX 100 e que publiquem relatório de sustentabilidade nos padrões estabelecidos pela GRI. Para isso coletaram-se, de forma manual, os dados contidos nos relatórios de sustentabilidade e formulários de referência das empresas supracitadas nos anos de 2018 e 2019. O modelo de regressão foi estimado a partir do modelo tobit, uma vez que as variáveis dependentes se encontravam limitadas à esquerda e à direita, por 0 (zero) e 1 (um), respectivamente, e os outliers foram winsorizados a 2%.

Ao final da análise, restou evidenciado que as características de governança aqui consideradas não se relacionam significativamente com o índice de divulgação de todos os aspectos da sustentabilidade definidos pelo *Triple Bottom Line*.

É importante ressaltar que, muito embora, encontrem-se diferenças entre realidades socioeconômicas dos países de pesquisas anteriores e o desta pesquisa, esse estudo ajuda a verificar como o Brasil tem se portado quanto às práticas de governança e sustentabilidade empresarial, o que ajuda a pesquisadores e investidores a melhor entenderem o mercado e inclusive formarem opinião e estratégias de investimentos, metas e objetivos.

Devido ao fato de várias empresas não terem seus relatórios disponíveis, a amostra utilizada diminuiu bastante, risco esse conhecido desde o início da pesquisa, como uma importante limitação, no entanto viu-se a necessidade de iniciar um processo de entendimento da questão e possibilitar assim uma expansão futura para uma compreensão mais abrangente do tema, uma vez que o mesmo é de grande relevância para o cenário econômico, conforme evidenciado até aqui.

Fica assim como sugestão para pesquisas futuras a utilização de um padrão de relatórios diferente, que talvez possa apresentar correlações mais fortes e significantes, ou ainda maior número de observações disponíveis. Sugere-se também o estudo da relação da divulgação de práticas sustentáveis com outros indicadores financeiros e de mercado, possibilitando assim verificar o impacto das práticas sustentáveis sobre preço de ações, rentabilidade de ativos, dentre outros.

REFERÊNCIAS

- Ali, R., Sial, M. S., Brugni, T. V., Hwang, J., Khuong, N. V., & Khanh, T. H. T. (2020). Does CSR Moderate the Relationship between Corporate Governance and Chinese Firm's Financial Performance? Evidence from the Shanghai Stock Exchange (SSE) Firms. *Sustainability*, 12(1), 149. <https://doi.org/10.3390/su12010149>

- Almeida, F. T., Parente, P. H. N., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2018). Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. *Gestão & Regionalidade*, 34(100). <https://doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3594>
- Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
- Arena, C., Bozzolan, S., & Michelon, G. (2014). Environmental reporting: Transparency to stakeholders or stakeholder manipulation? An analysis of disclosure tone and the role of the board of directors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 346-361. <https://doi.org/10.1002/csr.1350>
- Azevedo, A. L. V. (2006). Indicadores de sustentabilidade empresarial no Brasil: uma avaliação do Relatório do CEBDS. *Revibec: revista iberoamericana de economía ecológica*, 5, 75-93.
- 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), 06-28. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v10i1.13341.
- Bortolon, P. M., & Brugni, T. V. (2012). A Independência dos conselhos: evidências conflitantes. *Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*, 1, 145-155. https://www.researchgate.net/publication/263769384_A_independencia_dos_conselhos_evidencias_conflitantes
- Brugni, T. V. (2012). *Conselhos de administração: uma análise das suas características e impacto sobre as firmas no mercado acionário brasileiro*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, Brasil]. <http://www.cienciascontabeis.ufes.br/pt-br/pos-graduacao/PPGCC/detalhes-da-tese?id=5451>
- Brugni, T. V., Fávero, L. P. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2018). Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 146-165. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2018110108>
- Brugni, T. V., Sarlo Neto, A., Bortolon, P. M., & Góes, A. (2012). Different levels of corporate governance and the Ohlson valuation framework: the case of Brazil. *Corporate Ownership & Control*, 9(2). <https://doi.org/10.22495/cocv9i2c5art3>
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of accounting research*, 46(5), 1143-1181. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x>

- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and public policy*, 22(4), 325-345. [https://doi.org/10.1016/s0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/s0278-4254(03)00037-1)
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.2307/725104>
- Glass, C., Cook, A., & Ingersoll, A. R. (2015). Do Women Leaders Promote Sustainability? Analyzing the Effect of Corporate Governance Composition on Environmental Performance. *Business Strategy and the Environment*, 25(1), 495-511. <https://doi.org/10.1002/bse>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). O papel dos diretores corporativos na dependência de recursos: Adaptação estratégica da composição do conselho em resposta às mudanças ambientais. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411-432. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- 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. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1929-2>
- Kaveski, I. D. S., Carpes, A. M. S., & Zittei, M. V. M. (2016). Dualidade do CEO e desempenho corporativo: uma análise em empresas brasileiras. *Anais do International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, 16.
- Maia, A. G., & Pires, P. D. S. (2011). Uma compreensão da sustentabilidade por meio dos níveis de complexidade das decisões organizacionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 12(3), 177-206. <http://dx.doi.org/10.1590/S1678-69712011000300008>
- Marcondes, A. W., & Bacarji, C. D. (2010). *ISE: Sustentabilidade no mercado de capitais* (1ª ed.). São Paulo: Report Ed.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of management & governance*, 16(3), 477-509. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9160-3>

- Moraes, J. A. (2015). *Dualidade do CEO e desempenho em companhias de capital aberto no Brasil*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN, Natal, RN, Brasil]. https://repositorio.ufrn.br/jspui/bitstream/123456789/21475/1/DualidadeCEODesempenho_Moraes_2016.pdf
- Nunes, J. G., Teixeira, A. J., Nossa, V., & Galdi, F. C. (2010). Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. *Revista Base (Administração E Contabilidade) Da UNISINOS*, 7(4), 328-340. <https://doi.org/10.4013/base.2010.74.06>
- Paun, D. (2018). Corporate sustainability reporting: An innovative tool for the greater good of all. *Business Horizons*, 61(6), 925-935. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.07.012>
- Peixoto, F. M., Pains, M. B., Araújo, A. A., & Guimarães, T. M. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 15(1), 39-66. <http://dx.doi.org/10.18593/race.v15i1.6281>
- Prado-Lorenzo, J. M., & Garcia-Sanchez, I. M. (2010). O papel do conselho de administração na divulgação de informação relevante sobre gases com efeito de estufa. *Journal of Business Ethics*, 97(3), 391-424. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0515-0>
- Ribeiro, F. G., Stein, G., Carraro, A., & Ramos, P. L. (2014). O impacto econômico dos desastres naturais: o caso das chuvas de 2008 em Santa Catarina. *Planejamento e Políticas Públicas*, (43). http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3324/12/PPP_n43_Impacto.pdf
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo].
- Souza, R. F., Gomes, A. R. V., Lima, S. L. L., Santos, G. V., & Dal Vesco, D. G. (2019). A legitimidade do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) frente aos demais Índices B3. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 18(3), 521-542. <https://doi.org/10.18593/race.19572>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 281-306. <http://dx.doi.org/10.2307/1882010>
- Spitzeck, H. (2009). The development of governance structures for corporate responsibility. *Corporate Governance: The international journal of business in society*. <https://doi.org/10.1108/14720700910985034>
- Sustainability reporting guidelines, GRI. (2006). (Vol. G3). Amsterdam.

Swarnapali, N., & Luo, L. (2018). Corporate Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from a developing country. *The International Journal of Organizational Innovation*, 10(4), 69-78.

Williams, R. J. (2003). Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 42(1), 1-10. <https://doi.org/10.1023/A:1021626024014>