

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

LEONARDO DA ROCHA BRITO

**AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO
NA DIVULGAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL: uma
análise sob a perspectiva do *Triple Bottom Line***

**VITÓRIA
2020**

LEONARDO DA ROCHA BRITO

**AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO
NA DIVULGAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL: uma
análise sob a perspectiva do *Triple Bottom Line***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Pr.Dr. Aziz Xavier Beiruth

**VITÓRIA
2020**

LEONARDO DA ROCHA BRITO

**AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO
NA DIVULGAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL: uma
análise sob a perspectiva do *Triple Bottom Line***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 10 de dezembro de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. AZIZ XAVIER BEIRUTH
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. TALLEs VIANA BRUGNI
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. FELIPE STORCH DAMASCENO
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Em vão é a luta de quem não está debaixo da graça do Altíssimo, por isso os maiores e mais sinceros agradecimentos são a Ele, meu Deus e meu Senhor, que me sustenta a cada dia e não me deixou vacilar em nenhuma etapa do caminho até aqui.

Aos meus pais, Luiz e Elizan, que nunca mediram esforços para me proporcionar as melhores oportunidades de aprendizado e crescimento. Não sei o que seria de mim sem eles!

Aos meus queridos alunos Rafael e Jéssica que compraram esse sonho juntamente comigo, abrindo mão de momentos de lazer para acessar formulários de referência e relatórios de sustentabilidade. A contribuição de vocês foi de extrema importância para a conclusão desse trabalho.

Aos meus orientadores, Dr. Talles Brugni e Dr. Aziz Beiruth que sempre se mostraram disponíveis para auxiliar e indicar o caminho, tendo paciência quando necessário e cobrando nas vezes em que foi preciso. Sou imensamente grato por toda a ajuda.

E não posso deixar de citar os colegas que trilharam juntamente comigo esse árduo caminho que é o mestrado, mas que não me deixaram desanimar nem desistir. Em especial minhas queridas Érica e Juliane. Nosso convívio foi imprescindível para meu crescimento pessoal e profissional. Com certeza venceremos todos juntos!

Por fim, agradeço aos demais amigos e familiares que sempre compreenderam as ausências e deram força e apoio para seguir a jornada.

(...) não pense separadamente nesta e na próxima vida, pois uma dá para a outra a partida. O tempo é sempre curto demais para quem precisa dele, só que para os amantes ele dura para sempre...

Vida após a morte, Rumi (Séc. XIII)

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, sob a ótica do *triple bottom line*. Desta forma, a partir de dados coletados manualmente nos formulários de referências e relatórios anuais de sustentabilidade publicados pelas empresas, bem como de dados contidos na base online Economática®, realizou-se uma análise por meio de regressão tobit para o ano de 2018. A partir dos resultados obtidos, verificou-se que basicamente o percentual de mulheres que integram os conselhos de administração é capaz 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 dissemination of sustainable practices, from the perspective of the triple bottom line. Thus, based on data collected manually in the reference forms and annual sustainability reports published by the companies, as well as data contained in the online Economática® database, an analysis was carried out using tobit regression for the year 2018. Based on the results obtained, it was found that basically the percentage of women on the board of directors is able to influence the disclosure of sustainable sustainability 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.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Quadro resumo de hipóteses	25
TABELA 2 - Quadro resumo de estudos anteriores sobre o tema.....	26
TABELA 3 - Composição da amostra.....	30
TABELA 4 - Descrição das variáveis explicativas/independentes	33
TABELA 5 - Estatística descritiva das variáveis	37
TABELA 6 - Matriz de correlações do modelo.....	40
TABELA 7 - Análise de regressão para o índice de divulgação econômica	41
TABELA 8 - Análise de regressão para o índice de divulgação ambiental.....	42
TABELA 9 - Análise de regressão para o índice de divulgação social	43
TABELA 10 - Constatação das hipóteses analisadas	44

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	9
1. INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2.....	15
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1. A SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E O CONFLITO DE AGÊNCIA	14
2.2. TRIPLE BOTTON LINE	17
2.3. A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO FERRAMENTA DE SUSTENTABILIDADE	18
Capítulo 3.....	29
3. METODOLOGIA DA PESQUISA.....	28
3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS	28
3.2. MODELO EMPÍRICO	31
3.3. MEDIÇÃO DAS VARIÁVEIS	32
3.3.1. Variáveis Dependentes	32
3.3.2. Variáveis independentes	33
3.3.3. Variáveis de Controle.....	34
Capítulo 4.....	38
4. ANÁLISE DOS DADOS	37
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	37
4.2. RESULTADOS DAS REGRESSÕES.....	41
Capítulo 5.....	47
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
REFERÊNCIAS.....	48

Capítulo 1

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, Gomes, Lima, & Santos, 2019).

Não obstante, Soares (2004) destaca que as empresas vêm buscando promover e divulgar, tanto em seu ambiente interno quanto frente aos seus clientes, fornecedores e demais *stakeholders*, uma postura socialmente responsável.

Sendo assim, as empresas se utilizam da publicação voluntária de relatórios de sustentabilidade, os quais são definidos pela Global Reporting Initiative (GRI) 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).

Outro fator de grande importância para fortalecer o desempenho econômico de longo prazo das corporações é a Governança Corporativa, que assume um papel essencial no processo de gerenciamento das organizações (Yihun, Kolech & Tole, 2019). 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 Le, 2018).

Desta forma, como afirmam Hussain, Rigoni e Orij (2018), muitos questionamentos são levantados quanto à forma com que os diferentes mecanismos de governança, internos e externos, são capazes de determinar o real comportamento social corporativo das organizações.

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).

Desta forma, tendo em vista os benefícios trazidos pela divulgação dos relatórios sustentáveis, e uma vez que a estrutura estabelecida pela GRI é amplamente aceita e utilizada, ao se quantificar e analisar as dimensões contidas na mesma, as quais já foram anteriormente citadas, é possível identificar a relação entre governança e sustentabilidade (Hussain *et al.*, 2018).

No tocante à realidade brasileira, percebe-se uma nítida diferença entre a composição ambiental e social do Brasil e dos países em que Hussain *et al.* (2018) realizaram sua pesquisa. O Brasil é um país continental com grande parte de sua extensão territorial coberta por recursos naturais esgotáveis e em constante ameaça pela atitude predadora do homem, o que sugere níveis diferenciados de preocupação por parte das empresas que atuam neste mercado.

Devido a essa composição peculiar, a economia brasileira inspira maiores cuidados em relação às práticas ambientais desenvolvidas por suas empresas, 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, Stein, Carraro, & Ramos, 2014).

Os impactos causados pelos rompimentos das barragens de Samarco (2015) e Brumadinho (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.

Não obstante, devido ao cenário econômico e social existente no país e às exigências peculiares que o mercado impõe às empresas atuantes na economia nacional, as práticas de governança corporativa desenvolvidas no Brasil são diferentes das desenvolvidas em outros países, tais como os EUA, por exemplo.

Desta forma, justifica-se no cenário brasileiro, a realização desta pesquisa 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 o ano de 2018.

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.

Esta pesquisa foi norteada, básica, mas não exclusivamente, nas teorias da agência e dos *stakeholders*, objetivando-se analisar a relação de características e práticas da governança corporativa tais como tamanho, composição e independência do conselho, bem como seu número de reuniões, e os índices de sustentabilidade das empresas.

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.

O presente trabalho está organizado em cinco capítulos, dedicando-se o capítulo 02 à explanação do referencial teórico e levantamento das hipóteses de pesquisa. No capítulo 03 encontra-se a metodologia utilizada para realização da pesquisa e no capítulo 04 estão as análises e discussões acerca dos resultados encontrados. Fechando o trabalho, tem-se o capítulo 05 com as considerações finais acerca do estudo realizado, bem como sugestões para pesquisas futuras.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E O CONFLITO DE AGÊNCIA

Atender às necessidades empresariais do presente, sem comprometer as possibilidades de atendê-las no futuro, tem sido uma crescente preocupação das empresas que querem se manter no mercado. 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 (Bonfim, Teixeira, & Monte, 2015).

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).

Nesse contexto, percebe-se então a presença do conceito do *triple bottom line*, expressão cunhada por Elkington (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, Teixeira, Nossa e Galdi (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).

Bonfim *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).

Em uma realidade como a descrita acima, verifica-se então 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 a este 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, Pains, Araújo e Guimarães (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.

A referida tendência vem a corroborar 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. TRIPLE BOTTON LINE

O conceito do Triple Bottom Line (TBL), ou tripé da sustentabilidade em sua versão traduzida, foi formulado pelo consultor de negócios John Elkington ainda na década de 90. Tal conceito visa destacar as três características básicas da criação de valor por uma empresa, quais sejam: (1) prosperidade econômica; (2) qualidade ambiental; e (3) justiça social.

Os três aspectos do TBL voltam-se então ao intuito de medir o desempenho das empresas e demonstrar seu nível de compromisso em relação ao planeta e sua conservação para gerações futuras (Sargani, Zhou, Raza & Wei, 2020). Ponto esse que é de suma importância na atualidade, uma vez que a imagem das empresas e, em muitos casos, a preferência de marca pelos clientes, são influenciadas diretamente pelo desempenho social das mesmas (Anvari & Turkay, 2017).

No entanto, mesmo sendo nítida a extrema importância de as empresas atentarem-se às práticas sustentáveis desenvolvidas, reconhecendo assim seus potenciais impactos nos resultados, Hammer e Pivo (2016) destacam em seus estudos que poucas são as pesquisas realizadas a respeito do assunto. Essa realidade, segundo os autores, é perceptível mesmo verificando-se que o conceito do TBL tem se tornado cada vez mais relevante para o desenvolvimento econômico, principalmente nas áreas de negócios, finanças e mercado imobiliário.

Pressões dos stakeholders e das instituições de governo vem forçando cada dia mais a incorporação da sustentabilidade na gestão das organizações (Lopez-Cabrales e Valle-Cabrera, 2019), partindo da premissa de que o desenvolvimento das mesmas deve acontecer de maneira a não furtar gerações futuras de gozarem das mesmas condições e oportunidades de desenvolvimento (Hammer & Pivo, 2016).

No tocante às pressões e regulamentações impostas pelo governo, a fim de que as empresas levem cada vez mais em consideração os efeitos que têm sobre o meio ambiente, Svensson, Ferro, Hovegold, Padin, Sosa Varela e Sarstedt (2018), destacam que tal atitude pode causar muitos malefícios, haja vista que os níveis de cobrança podem extrapolar o nível de exequibilidade e assim inviabilizar a manutenção da atividade econômica.

Svensson et al. (2018), ressaltam ainda que as empresas se deparam com a necessidade de atender finalidades opostas. De um lado há pressão para obtenção de sucesso financeiro, ao mesmo tempo que, de outro lado, há cobrança para o engajamento das mesmas na questão sustentável.

Assim, as empresas tem buscado inúmeras formas de se adequar às exigências do mercado, sem, contudo, comprometer sua sobrevivência, encontrando na governança corporativa uma importante ferramenta para tal (Brugni, 2012).

2.3. 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 (Brugni, 2012; Brugni, Sarlo Neto, Bortolon, & Góes, 2012; Almeida, Parente, Luca, & Vasconcelos, 2018).

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 (Bonfim *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.

Por sua vez, Bonfim *et al.* (2015), 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 Bonfim *et al.* (2018), 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, tais como o tamanho, a composição e o funcionamento interno do conselho (Brugni, Bortolon, Almeida, & Paris, 2013; De Andres, Azofra, & Lopez, 2005), a presença de um comitê de responsabilidade social (Spitzeck, 2009; Michelon, & Parbonetti, 2012), a dualidade do CEO (Brugni *et al.*, 2013; Michelon & Parbonetti, 2012), a independência do conselho (Bortolon & Brugni, 2012; Hillman, Cannella Jr, & Paetzold, 2000), dentre outras.

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. Tais variáveis propiciaram o levantamento de seis hipóteses principais analisadas sob a perspectiva do *triple bottom line*, que visualiza as práticas das empresas pelos aspectos econômico, ambiental e social.

No que diz respeito ao aspecto tamanho do conselho, não há um posicionamento pacífico quanto à sua influência no desenvolvimento das empresas. De 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, Salama, Dixon e Stratling (2013) 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, Fávero, Klotze, & Pinto, 2018; Guest, 2009).

Levando em consideração o exposto nos parágrafos anteriores, escolheu-se, assim como Hussain *et al.* (2018), acompanhar o argumento de que quanto maior o tamanho do conselho menos eficiente serão os mecanismos de governança, o que levou à formulação da seguinte hipótese:

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

Neste contexto, Hussain *et al.* (2018) destacam 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.

É válido ressaltar aqui que o aspecto de independência do conselho está alicerçado na teoria da agência, haja vista que, conforme Bonfim *et al.* (2015), 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.

Por outro lado, sabe-se que as evidências no Brasil e no mundo a respeito da influência dos níveis de independência dos conselhos na *performance* geral das firmas ainda é conflitante (Bortolon & Brugni, 2012), especialmente no Brasil, considerando que é possível identificar falhas nos critérios de identificação de conselheiros independentes, haja vista que é possível de haver redes de relacionamento entre conselheiros sem que os mesmos estejam dentro do rol de características a serem analisadas para caracterização de um membro como independente, elencadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (Brugni, 2016).

Eng e Mak (2003), assim como Bonfim *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 Bottom 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, Bonfim *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, Bozzolan e Michelin (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, Sial, Brugni, Hwang e Khanh (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, Cook e Ingersoll (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 (Bonfim *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 Bonfim *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 Botton Line*.

Ficam assim estabelecidas seis hipóteses de pesquisa estudadas neste trabalho, todas analisadas sob a perspectiva do *triple bottom line*, as quais são apresentadas resumidamente na Tabela 01.

TABELA 1 - QUADRO RESUMO DE HIPÓTESES

Hipótese 1	O tamanho do conselho afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Botton Line</i> .
Hipótese 2	A independência do conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Botton Line</i> .
Hipótese 3	A dualidade do CEO afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Botton Line</i> .

- Hipótese 4** A maior porcentagem de mulheres no conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Bottom Line*.
- Hipótese 5** O número de reuniões do conselho tem um impacto positivo na divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Bottom Line*.
- Hipótese 6** A existência de um comitê de sustentabilidade tem um impacto positivo na divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do *Triple Bottom Line*.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Com base então nas hipóteses levantadas acima, espera-se encontrar um cenário em que as práticas de governança corporativa das empresas presentes no IBRX-100 estejam intimamente ligadas com o nível de divulgação de ações voltadas para o desenvolvimento da sustentabilidade, muito embora seja claro que as características socioeconômicas de cada país podem interferir em tais relações. Essa intervenção poderia explicar, então, uma eventual divergência entre os achados deste estudo e outros, como o de Hussain *et al.* (2018), realizado com empresas americanas.

A tabela 02 evidencia estudos já realizados sobre a temática abordada nesse trabalho e os principais achados dos mesmos.

TABELA 2 - QUADRO RESUMO DE ESTUDOS ANTERIORES SOBRE O TEMA

Autores	Resultados
De Andres <i>et al.</i> (2005); Dey (2008) Prado-Lorenzo e Garcia-Sanchez (2010); Jizi, Salama, Dixon e Stratling (2013)	Conselhos de Administração menores são mais eficientes.
Hussain <i>et al.</i> (2018)	Práticas de governança corporativa como diretores independentes no conselho e maior número de reuniões deste impactam na divulgação de práticas sustentáveis pelas empresas.
Hillman <i>et al.</i> (2000); Eng e Mak (2003)	A maior participação de diretores independentes no conselho ajuda a defender interesses dos stakeholders.
Michelon & Parbonetti, 2012; Fama e Jensen (1983)	Um mesmo indivíduo ocupando os cargos de presidente do conselho e CEO de uma empresa diminui a independência do conselho, bem como a responsabilidade e a transparência da empresa.
Bonfim <i>et al.</i> (2015)	A ocupação da vaga de CEO e de presidente do conselho por um mesmo indivíduo não influencia na divulgação de informações econômicas e socioambientais, o que não se aplica para a existência de um comitê de sustentabilidade na empresa.

Williams (2003); Glass, Cook & Ingersoll (2015); Ali, Sial, Brugni, Hwang e Khanh (2020)	Conselhos com maior percentual de participantes do sexo feminino tornam a empresa mais adeptas a práticas socioambientais.
Hussain <i>et al.</i> (2018), Jizi <i>et al.</i> (2014)	Um maior número de reuniões do conselho indica maior preocupação com práticas socioambientais.
Brugni <i>et al.</i> (2018)	Um maior número de reuniões do conselho indica ineficiência do mesmo e não chegam a impactar o nível de práticas socioambientais.
Spitzeck (2009), Michelin e Parbonetti (2012)	A existência de um comitê de sustentabilidade influencia de maneira positiva na implementação de ações voltadas à sustentabilidade corporativa.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Pode-se perceber então que os achados anteriores indicam fortemente uma ligação entre governança e sustentabilidade.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

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 no ano de 2018. Tal escolha deve-se a dois fatores de grande relevância que são, em primeiro lugar, variabilidade dos dados relacionados aos conselhos de administração e, em segundo, padronização.

Assume-se, conforme Brugni (2012; 2016), que há uma baixa variabilidade das *proxies* de governança ao longo do tempo, uma vez que características como tamanho do conselho e existência de comitê de sustentabilidade, por exemplo, tendem a se manter inalteradas por um longo período de tempo. Essa ausência de variabilidade poderia então prejudicar o resultado de uma análise com dados em painel, justificando o uso de análises de cortes transversais.

Outro ponto que reforça a utilização de cortes transversais para análise é o fato de que intra-amostra as características observadas tendem a apresentar um maior índice de variabilidade, por tratar-se de empresas de diversos tamanhos e setores econômicos.

Escolheu-se ainda o ano de 2018 por ser o mais recente com relatórios e formulários inteiramente disponíveis, com baixíssimas probabilidades de ainda sofrerem algum tipo de retificação. Além disso, 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.

Ainda sobre a escolha do ano de 2018 como base para execução desta pesquisa, ressalta-se que, os formulários de referência publicados pelas empresas são alvo constante de retificações. Desta forma, a utilização de um período muito recente, como o ano de 2019, por exemplo, pode não trazer resultados tão confiáveis, uma vez que as chances de os dados serem alterados são altas, o que pode ser verificado ao se identificar mais de 20 (vinte) retificações do formulário de uma empresa, em um curto período de tempo.

É válido ressaltar ainda que, devido ao fato de não haver variabilidade significativa na estrutura de governança ao longo do tempo (Brugni, 2012; 2016), os testes em *cross-section* para mais de um período, separadamente, tendem a não entregar novidades em relação ao teste realizado com o ano de 2018.

Dado o mecanismo de seleção exposto acima, a amostra inicial era 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.

Esclarece-se aqui que, uma vez que o padrão estabelecido pela GRI consiste em um modelo complexo e detalhado de relatório de práticas sustentáveis, empresas fora do IBRX100 tendem a não publicar relatórios nesse padrão. Tal fato tornou inviável alterar/aumentar substancialmente a amostra desta pesquisa.

Desta forma, das 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.

Durante a coleta encontraram-se ainda empresas que não haviam disponibilizado seu relatório de sustentabilidade referente ao ano de 2018. Outro caso, embora menos recorrente, foi que algumas empresas não divulgaram todas as informações que este estudo necessita em seus formulários de referência, por existirem casos em que tal divulgação é facultativa. Essas omissões tornaram o conjunto de informações das empresas incompleto, inviabilizando assim sua utilização.

É válido ressaltar ainda que a base de dados utilizada neste estudo foi obtida por meio de coleta manual, verificando-se todas as informações constantes nos relatórios de sustentabilidade divulgados pelas empresas, referente ao ano de 2018, bem como dos Formulários de Referência (FR) disponíveis na base da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Desta forma, das 100 empresas do universo inicial, restaram 58 empresas como amostra para a realização deste estudo, conforme demonstra a Tabela 3.

TABELA 3 - COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Empresas do IBRX 100	100
(-) Empresas que publicam relatório de sustentabilidade fora dos padrões da GRI	(10)
(-) Empresas cujos relatórios de sustentabilidade de 2018 não foram encontrados	(1)
(-) Empresas que não publicam relatório de sustentabilidade	(27)
(-) Empresas com formulário de referência preenchidos de maneira incompleta	(4)
TOTAL DE EMPRESAS ANALISADAS	58

Fonte: elaborado pelo autor, 2020.

O pequeno número de observações utilizadas neste estudo, embora possa fragilizar as relações e níveis de significância das variáveis, apresenta-se como base inicial para compreensão do fenômeno ora analisado e posterior ampliação dos estudos, uma vez que o ano de 2018 foi o primeiro ano de publicação das informações pelo novo padrão GRI, e mais a frente serão possíveis expansão das bases de dados com maior segurança de dados e confirmação/retificação das relações encontradas inicialmente.

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; $BFSIZE_i$ 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 ; DE_i corresponde à estrutura de capital da empresa

i ; ROA_i corresponde à lucratividade da empresa i ; $SALES_i$ corresponde ao crescimento de vendas da empresa i ; 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

3.3.1. 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 uma quantidade de itens que devem ser divulgados para cada aspecto da sustentabilidade. Para o aspecto econômico, por exemplo, são especificados 9 (nove) itens que devem ser divulgados, enquanto que para o aspecto ambiental são especificados 34 (trinta e quatro) itens, e para o aspecto social 48 (quarenta e oito) itens.

Assim, em consonância com a metodologia utilizada por Hussain *et al.* (2018), foram analisados todos os relatórios de sustentabilidade das empresas em estudo, referentes ao exercício de 2018, os quais foram acessados diretamente nos sítios eletrônicos de cada organização, por não haver um local que reúna e disponibilize todos de maneira eletrônica.

É importante ressaltar aqui que todos os 91 itens dos três aspectos do *Triple Bottom Line* são expostos de maneira textual e que, embora sejam sumarizados ao final de cada relatório, requerem atenção e cuidado ao serem identificados.

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:

$$ID_i = \frac{\text{N}^\circ \text{ de itens divulgados do indicador}}{\text{Total de itens do indicador}}$$

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.

3.3.2. 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).

Os formulários foram acessados um a um e as informações coletadas manualmente de acordo com as indicações da Tabela 4.

TABELA 4 - DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS/INDEPENDENTES

Descrição da Variável	Nome	Função/Tipo	Composição	Sinal Esperado	Referências
-----------------------	------	-------------	------------	----------------	-------------

Tamanho do Conselho	BFSIZE	Independente	Número total de diretores no conselho de administração	-	De Andres <i>et al.</i> (2005), Prado-Lorenzo e Garcia-Sanchez (2010)
Independência do Conselho	BINDP	Independente	Percentual de diretores independentes para o total de diretores	+	Hillman <i>et al.</i> (2000), Bonfim <i>et al.</i> (2015)
Dualidade do CEO	CEODUAL	Independente	Variável binária que assume valor 1 se o CEO da empresa também é o presidente do conselho de governança e 0 caso contrário	-	Hussain <i>et al.</i> (2018), Fama e Jensen (1983), Arena, Bozzolan e Michelon (2014)
Mulheres no Conselho	WONB	Independente	Percentual de diretoras do sexo feminino em relação ao tamanho do conselho	+	Williams (2003), Ali <i>et al.</i> (2020), Glass, Cook & Ingersoll (2015)
Reuniões do Conselho	BOACT	Independente	Número de reuniões do conselho por ano	+	Hussain <i>et al.</i> (2018), Jizi <i>et al.</i> (2014)
Comitê de Sustentabilidade	CRSCOM	Independente	Variável binária que assume valor 1 se existe um comitê de sustentabilidade e 0 caso contrário	+	(Bonfim <i>et al.</i> , 2015), Spitzeck (2009), Michelon e Parbonetti (2012)

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

3.3.3. Variáveis de controle

Seguindo a metodologia utilizada por Hussain *et al.* (2018), utilizou-se como variáveis de controle o tamanho da empresa ($SIZE_{it}$), a lucratividade (ROA_{it}), a estrutura de capital (DE_{it}), o crescimento de vendas ($SALES_{it}$) e o fato de a empresa integrar ou não determinados setores da economia tidos como setores mais sensíveis

ao apelo sustentável devido suas atividades envolverem quase que exclusivamente recursos naturais esgotáveis ($SECTOR_i$). Tais variáveis foram obtidas na base de dados da Economática®.

Dentre as variáveis de controle, o tamanho da empresa corresponde ao logaritmo natural do ativo total da empresa em estudo, conforme evidenciado abaixo:

$$SIZE_{i,t} = \ln(AT_{i,t})$$

A estrutura de capital, por sua vez, equivale à relação entre o total das dívidas da empresa com o seu patrimônio líquido, conforme evidenciado abaixo:

$$DE_{i,t} = \frac{Passivo - PL_{i,t}}{PL_{i,t}}$$

Assim como demonstrado abaixo, a lucratividade foi obtida por meio da razão entre o lucro líquido e o total de ativos da empresa.

$$ROA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{AT_{i,t}}$$

O crescimento das vendas foi medido pela variação percentual no total de vendas em relação ao ano anterior, tal qual ilustrado abaixo:

$$SALES_{i,t} = \frac{TOTVEN_{i,t}}{TOTVEN_{i,t-1}} - 1$$

Por fim, para a composição da variável de controle $SECTOR_i$, utilizou-se como base a classificação em setores realizada pelo site Economática®. Tal variável corresponde assim a uma variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa integrar o rol de empresas classificadas nos setores de indústria, siderurgia, produção de petróleo, gás e energia elétrica ou ainda o setor de mineração e 0, caso contrário. Esse critério foi definido com base nos estudos de Hussain *et al.* (2018), os quais

defendem que as empresas dos setores de indústria, siderurgia, produção de petróleo, gás e energia elétrica e de mineração são consideradas mais “sensíveis” à prática e divulgação de ações que visem a sustentabilidade, haja vista utilizarem, em sua quase totalidade, os recursos naturais como insumo para suas atividades.

Capítulo 4

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A estatística descritiva das variáveis integrantes do modelo de estudo, após uma winsorização dos dados a 2%, é evidenciada na Tabela 05. É 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.

A característica supracitada é de certa forma compreensível e esperada, uma vez que o aspecto econômico é o que possui menos indicadores definidos pela GRI (09 ao todo), tornando-se assim mais fácil sua divulgação.

É possível observar ainda que o tamanho do conselho nas empresas observadas possui uma grande extensão, sendo o maior conselho analisado (14 integrantes) quase o triplo do tamanho do menor conselho (5 integrantes).

TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Obs.	Média	Moda	Coef. de Variação	Min	Max
ID Econ	58	0.409		0.232	0	0.889
ID Amb	58	0.380		0.210	0	0.853
ID Soc	58	0.331		0.156	0.08	0.7
B Size	58	9.103	9	2.345	5	14
B Indp	58	33.58		21.45	0	81.81
CeoDual	58	0.259	0	0.442	0	1
WonB	58	10.18	0	9.203	0	30
BoAct	58	19.47		12.20	4	57
CRSCom	58	0.672	1	0.473	0	1
Size	58	17.15		1.418	15.18	21.07
DE	58	3.129		3.750	-3.081	14.65
ROA	58	4.401		5.309	-10.46	14.25
Sales	58	12.18		15.10	-15.28	51.82
Sector	58	0.241		0.432	0	1

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável independência do conselho é outra que possui uma grande extensão, tendo empresas sem nenhum membro independente em seu conselho de administração, enquanto outras chegaram a possuir por volta de 80% do seu 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.

Outra variável que chamou atenção foi o percentual de participação de mulheres no conselho que 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. Isso demonstra uma realidade de pouca, ou até mesmo nenhuma, diversidade na composição de um dos órgãos mais importantes na hierarquia das grandes organizações, corroborando os achados de Brugni *et al.* (2012), Brugni *et al.* (2018) e Husted e Sousa-Filho (2019).

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. Outra variável que apresentou ponto positivo nas práticas de governança corporativa foi a dualidade do CEO, uma vez que na maioria das empresas estudadas o CEO não ocupa o cargo de presidente de conselho.

A análise de correlação entre as variáveis, que se encontra na tabela 06, possibilita a verificação de que as variáveis “Tamanho” (B Size) e “Independência do conselho” (B Indp) tem relação significativa com o índice de divulgação econômica, a um nível de 10% de significância. Neste mesmo nível também é possível observar uma interação entre as variáveis “Tamanho do conselho” (B Size) e o índice de divulgação ambiental (ID Amb). Já o índice de divulgação social relaciona-se

negativamente com a variável dualidade do CEO, neste caso a um nível de 5% de significância.

TABELA 6 - MATRIZ DE CORRELAÇÕES DO MODELO

Variável	ID Econ	ID Amb	ID Soc	BSize	Blndp	CeoDual	WonB	BoAct	CRSCo m	Size	DE	ROA	Sales	Sector
ID Econ	1													
ID Amb	0.5243***	1												
ID Soc	0.4799***	0.6869***	1											
B Size	0.2377*	0.3157*	0.1592	1										
B Indp	0.2216*	-0.0485	-0.1305	0.0341	1									
CeoDual	-0.0101	-0.1721	-0.2744**	0.0076	0.1937	1								
WonB	0.0938	-0.0439	0.2034	0.0166	0.1465	-0.0679	1							
BoAct	-0.0243	0.2174	0.2151	0.1736	-0.3166**	-0.1757	0.1357	1						
CRSCo m	-0.0528	-0.1201	-0.1851	-0.0005	0.0606	0.3283**	0.0822	0.0299	1					
Size	0.1360	-0.0312	0.0919	0.2974**	-0.2554*	0.1760	0.1695	0.3656***	0.0605	1				
DE	0.1927	-0.0142	-0.0193	0.1167	-0.0342	0.1126	0.0168	0.2021	0.2596**	0.5038***	1			
ROA	-0.1418	-0.2279*	-0.2259*	-0.1255	0.0522	-0.1235	0.2365*	-0.0340	-0.0539	-0.1623	-0.1687	1		
Sales	-0.0644	-0.0027	-0.0796	-0.0351	0.0035	0.0393	-0.1744	-0.2360*	-0.0354	-0.3478***	-0.1534	0.1595	1	
Sector	-0.0116	0.1767	0.1803	0.2176	-0.3505***	-0.1491	-0.1214	0.1315	-0.0355	0.0625	-0.0389	0.1183	0.1216	1

*** Relação estatisticamente significativa a um nível de 1%

** Relação estatisticamente significativa a um nível de 5%

* Relação estatisticamente significativa a um nível de 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

4.2. RESULTADOS 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 07:

TABELA 7 - ANÁLISE DE REGRESSÃO PARA O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO ECONÔMICA

ID Econ	Coef.	Std. Err.	t	P > t	95% Conf.	Interval
B Size	0.1729	0.0139	1.24	0.220	-0.0107	0.0453
B Indp	0.0276	0.0017	1.66	0.103	-0.0006	0.0061
CeoDual	-0.4367	0.0776	-0.56	0.576	-0.1998	0.1124
WonB	0.0030	0.0035	0.85	0.401	-0.0041	0.0102
BoAct	-0.0012	0.0028	-0.44	0.660	-0.0068	0.0043
CRSCom	-0.0612	0.0688	-0.89	0.378	-0.1995	0.0772
Size	0.0068	0.0303	0.22	0.824	-0.0541	0.0676
DE	0.0119	0.0096	1.24	0.220	-0.0073	0.0312
ROA	-0.0066	0.0060	-1.11	0.274	-0.0187	0.0054
Sales	-0.0004	0.0022	-0.18	0.859	-0.0048	0.0040
Sector	0.0256	0.0772	0.33	0.742	-0.1297	0.1808
_cons	0.0743	0.5008	0.15	0.883	-0.9332	1.0818
_se	0.0479	0.0093			(Ancillary parameter)	

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Verifica-se, a partir do exposto, que nenhuma das variáveis estudadas apresenta relação significativa com o índice de divulgação econômica.

Ressalta-se que, por conta da limitação na quantidade de observações utilizadas neste estudo, devido ao baixo número de empresas que divulguem plenamente suas informações em conformidade com os padrões GRI, as relações significativas podem não estar visíveis nos resultados apresentados.

Adiante, ao analisar-se o aspecto ambiental (ver Tabela 08), representado aqui pela variável ID Amb, verifica-se uma relação positiva entre o índice de divulgação ambiental e a variável tamanho do conselho (B Size) a um nível de 5% de significância.

TABELA 8 - ANÁLISE DE REGRESSÃO PARA O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO AMBIENTAL

ID Amb	Coef.	Std. Err.	t	P > t	95% Conf.	Interval
B Size	0.0276	0.0120	2.30	0.0260	0.0035	0.0516
B Indp	0.0002	0.0014	0.16	0.8760	-0.0027	0.0031
CeoDual	-0.0482	0.0671	-0.72	0.4760	-0.1831	0.0868
WonB	0.0011	0.0030	0.37	0.7100	-0.0050	0.0073
BoAct	0.0039	0.0024	1.65	0.1050	-0.0009	0.0087
CRSCom	-0.0557	0.0591	-0.94	0.3500	-0.1746	0.0631
Size	-0.0374	0.0260	-1.44	0.1570	-0.0897	0.0149
DE	0.0027	0.0082	0.33	0.7420	-0.0139	0.0193
ROA	-0.0119	0.0052	-2.28	0.0270	-0.0224	-0.0014
Sales	0.0003	0.0019	0.17	0.8620	-0.0034	0.0041
Sector	0.0596	0.0664	0.90	0.3740	-0.0739	0.1931
_cons	0.7456	0.4301	1.73	0.0900	-0.1195	1.6108
_se	0.0354	0.0068			(Ancillary parameter)	

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Neste contexto, é possível afirmar então 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).

Acredita-se que é possível entender a relação positiva encontrada como um indício de que, quanto mais pessoas participando do conselho de administração, maior a preocupação e empenho em atender as pressões do mercado e *stakeholders* no que diz respeito à responsabilidade socioambiental das empresas.

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.

No tocante ao aspecto social, representado neste estudo pela variável ID Soc, encontra-se apenas a variável presença de mulheres no conselho (WonB) relacionando-se significativa com o índice de divulgação social, conforme pode ser observado nos resultados contidos na Tabela 09.

TABELA 9 - ANÁLISE DE REGRESSÃO PARA O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO SOCIAL

ID Soc	Coef.	Std. Err.	t	P > t	95% Conf.	Interval
B Size	0.0043	0.0082	0.520	0.6050	-0.0123	0.0209
B Indp	-0.0001	0.0010	-0.150	0.8800	-0.0021	0.0018
CeoDual	-0.0663	0.0460	-1.440	0.1560	-0.1588	0.0262
WonB	0.0052	0.0021	2.450	0.0180	0.0009	0.0094
BoAct	0.0014	0.0016	0.880	0.3850	-0.0019	0.0047
CRSCom	-0.0503	0.0408	-1.230	0.2240	-0.1323	0.0317
Size	-0.0033	0.0179	-0.180	0.8560	-0.0394	0.0328
DE	-0.0012	0.0058	-0.200	0.8390	-0.0126	0.0103
ROA	-0.0103	0.0036	-2.900	0.0060	-0.0175	-0.0032
Sales	0.0002	0.0013	0.190	0.8520	-0.0023	0.0028
Sector	0.0676	0.0456	1.480	0.1450	-0.0241	0.1593
_cons	0.3531	0.2973	1.190	0.2410	-0.2449	0.9512
_se	0.0169	0.0031			(Ancillary parameter)	

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Verifica-se então, a partir dos resultados encontrados, que a presença de mulheres no conselho de administração mostrou possuir uma relação positiva e significativa, a um nível de 5%, com o índice de divulgação do aspecto social (hipótese 4), confirmando assim o que foi encontrado anteriormente por Hussain *et al.* (2018), assim como também por Glass, Cook e Ingersoll (2015) e Williams (2013).

Muito embora a relação das características (positiva e significativa) não implique diretamente emnexo de causalidade, é interessante salientar que, contrapondo-se a relação observada, 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.

Não obstante, é válido ressaltar que, embora os estudos sobre diversidade no conselho de administração tenham ganho destaque nos últimos anos, a situação não tem apresentado alteração. Estudos como o de Peixoto (2020), reportam ainda baixo índice de participação feminina no conselho, bem como impossibilidade de evidenciar associação da presença de mulheres com políticas de *compliance*, por exemplo.

Ao fim da análise dos resultados obtidos, pode-se então constatar que apenas a hipótese 4, que versa sobre a participação das mulheres no conselho, foi suportada, especificamente pelo aspecto social do *Triple Bottom Line*, conforme é possível visualizar na tabela 10.

TABELA 10 - 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> .	Não suportada
Hipótese 2	A independência do conselho impacta positivamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Não suportada
Hipótese 3	A dualidade do CEO afeta negativamente a divulgação de práticas sustentáveis em algum aspecto do <i>Triple Bottom Line</i> .	Não suportada
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 Botton 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 Botton Line</i> .	Não suportada

Fonte: Elaborado pelo autor, 2020.

Capítulo 5

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.

Desta forma, para a realização deste estudo escolheu-se realizar uma análise em Cross Section, no ano de 2018, com as empresas supracitadas, sendo esse método escolhido por que as características de governança corporativa (variáveis independentes do estudo) tendem a não se alterar com o passar do tempo, o que poderia então prejudicar o resultado de uma análise com dados em painel.

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*, à exceção do percentual de mulheres no conselho de administração, que demonstrou relação significativa com o índice de divulgação social. Isso ajuda a pesquisadores e investidores a melhor entender o mercado e inclusive formarem suas opiniões e estratégias de investimentos, metas e objetivos.

Conforme mencionado anteriormente neste trabalho, o apelo sustentável para as empresas vem crescendo a cada ano, o que torna cada vez mais importante, que

as mesmas revejam suas práticas e se adequem às exigências do mercado, sob pena de perderem visibilidade e até mesmo participação neste.

Em face dos resultados observados, acredita-se que essa realidade poderia ser diferente caso todas as empresas divulgassem, ou mesmo disponibilizassem, seus relatórios de sustentabilidade, o que aumentaria o tamanho da amostra e possivelmente faria com que mais relações significativas fossem observadas. Tal omissão de dados, por parte das empresas, foi uma das maiores limitações encontradas na execução deste estudo.

Devido ao fato de várias empresas não terem seus relatórios disponíveis a amostra utilizada diminuiu além do esperado, 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(149), 1-17. DOI: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), 110-126. DOI: <https://doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3594>.
- Anvari, S. Turkay, M. (2017). The facility location problem from the perspective of triple bottom line accounting of sustainability. *International Journal of Production Research*, 55(21), 6266-6287. DOI: <https://doi.org/10.1080/00207543.2017.1341064>.
- 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. DOI: 10.1002/csr.1350. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1350>.
- Azevedo, A. L. V. (2006). Indicadores de sustentabilidade empresarial no Brasil: uma avaliação do Relatório do CEBDS. *Revista Iberoamericana de Economia Ecológica*, 5, 75-93. Recuperado em: https://www.researchgate.net/publication/46561530_Indicadores_de_sustentabilidade_empresarial_no_Brasil_uma_avaliacao_do_Relatorio_do_CEBDS.
- Bonfim, E. T. Teixeira, W. S. Monte, P. A. (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), 6-28. DOI: https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v10i1.13341.
- Bortolon, P.M. Brugni, T.V. (2012) A Independência dos conselhos: evidências conflitantes. In: IBGC. (Org) Governança corporativa: discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil. 1 ed. São Paulo: Saint Paul, Vol. 1, pp. 145–155. DOI: 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. Recuperado em: <http://www.cienciascontabeis.ufes.br/pt-br/pos-graduacao/PPGCC/detalhes-da-tese?id=5451>.

- Brugni, T. V. (2016) Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Disponível em:
<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24112016-154235/pt-br.php>
- Brugni, T. V. Bortolon, P. M. De Almeida, J. E. F. Paris, P. K. S. (2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10(4), 406-421. DOI: 10.1057/jdg.2013.22.
- 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. DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2018110108>.
- Brugni, T. V. Sarlo Neto, A. Bortolon, P. M. Góes, A. O. S. (2012). Different levels of corporate governance and the ohlson valuation framework: the case of brazil. *Corporate ownership & control*, 9(2), 486-497. DOI: 10.22495/cocv9i2c5art3.
- De 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. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>.
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143–1181. DOI: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. DOI: 10.1016/s0278-4254(03)00037-1.
- Fama, E. F. Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. DOI: 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. DOI: 10.1002/bse.
- GRI (2006). Sustainability reporting guidelines. (Vol. G3). Amsterdam.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385–404. DOI: 10.1080/13518470802466121.
- Hammer, J. Pivo, G. (2016). The Triple Bottom Line and Sustainable Economic Development Theory and Practice. *Economic Development Quarterly*, 31(1), 25-36. DOI: 10.1177/0891242416674808.

- Hillman, A. J. Cannella Jr., A.A. Paetzold, R. L. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–255. DOI 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. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>.
- Husted, B. W. Sousa-Filho, J. M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102(1), 220-227. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Janiszewski, V. Carrascoso, L. A. Felix Junior, L. A. Lagioia, U. C. T. Oliveira, M. F. J. (2017). Relação da teoria da sinalização com o desempenho das empresas a partir dos seus indicadores de performance de divulgação voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2), 93-108. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v9i2.52264>
- Jensen, M. C. Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal os Financial Economics*, 305-360. DOI: [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. DOI: 10.1007/s10551-013-1929-2.
- Kaveski, I. D. S. CARPES, A. M. S. ZITTEI, M. V. M. (2016, julho). Dualidade do CEO e desempenho corporativo: uma análise em empresas brasileiras. Anais do Congresso USP de Contabilidade e Controladoria. São Paulo, SP, Brasil, 16.
- Lopez-Cabrales, A. Valle-Cabrera, R. (2020). Sustainable HRM strategies and employment relationships as drivers of the triple bottom line. *Human Resource Management Review*, 3(30), DOI: <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2019.100689>.
- Maia, A. G. Pires, P. S. (2011). Uma compreensão da sustentabilidade por meio dos níveis de complexidade das decisões organizacionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 12(3), 177-206. DOI: <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. DOI: 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. Recuperado em:

https://repositorio.ufrn.br/jspui/bitstream/123456789/21475/1/DualidadeCEODesempenho_Moraes_2016.pdf.

- Nunes, J. G. Teixeira, A. J. C. Nossa, V. Galdi, F. C. (2010). Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&FBovespa de sustentabilidade empresarial. *BASE – Revista de Administração e Contábeis da Unisinos*, 7(4), 328-340. DOI: 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. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2018.07.012>.
- Peixoto, D. O. M. (2020). *Diversidade de gênero no conselho de administração e a política de compliance*. (Dissertação de mestrado). FUCAPE Fundação de Pesquisa e Ensino, Vitória, ES, Brasil. Recuperado em: <http://legado.fucape.br/dissertacoes/2020/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Danielle%20Oliveira%20de%20Melo%20Peixoto.pdf>.
- 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. DOI: <http://dx.doi.org/10.18593/race.v15i1.6281>.
- Prado-Lorenzo, J.-M. Garcia-Sanchez, I.-M. (2010). The Role of the Board of Directors in Disseminating Relevant Information on Greenhouse Gases. *Journal of Business Ethics*, 97(3), 391–424. DOI: 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(1), 299-322. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3324/12/PPP_n43_Impacto.pdf
- Sargani, G. R. Zhou, D. Raza, M. H. Wei, Y. (2020). Sustainable Entrepreneurship in the Agriculture Sector: The Nexus of the Triple Bottom Line Measurement Approach. *Sustainability*, 12(8), 1-24. DOI: <https://doi.org/10.3390/su12083275>.
- Silva, V. M. Lucena, W. G. L. Contabilidade ambiental: análise da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ise) e a rentabilidade das empresas listadas na [B]³. *Revista Gestão & Tecnologia*, 19(2), 109 – 125. DOI: <https://doi.org/10.20397/2177-6652/2019.v19i2.1563>.
- 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, São Paulo, SP, Brasil.
- Soares, G. M. de P. (2004). Responsabilidade Social Corporativa: Por uma boa causa? *Revista de Administração de Empresas*, 3(2), 2-15. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1676-56482004000200007>.

- Souza, R. F. de, Gomes, A. R. V., Lima, S. L. L. de, Santos, G. V. dos, & 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. Recuperado de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>, DOI: <https://doi.org/10.18593/race.19572>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. DOI: <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*, 9(4), 495-505, DOI 10.1108/14720700910985034.
- Svensson, G. Ferro, C. Hovegold, N. Padin, C. Varela, J. C. S. Sarstedt, M. (2018) Framing the triple bottom line approach: Direct and mediation effects between economic, social and environmental elements. *Journal of Cleaner Production*, 1(197), 972-991, DOI <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.06.226>.
- Swarnapali, N. Luo Le. (2018). Corporate Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from a developing country. *The International Journal of Organizational Innovation*, 10(4), 69-78. Recuperado em: https://www.researchgate.net/publication/331087982_CORPORATE_SUSTAINABILITY_REPORTING_AND_FIRM_VALUE_EVIDENCE_FROM_A_DEVELOPING_COUNTRY.
- Williams, R. J. (2003). Women on Corporate Boards of Directors and Their Influence on Corporate Philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 42(1), 1-10. DOI: 10.1023/A:1021626024014.
- Yihun, W. A. Kolech, A. G. Tole, M. G. (2019). The impact of corporate governance mechanisms on the performance of commercial banks: The case of private banks in Ethiopia. *Financial Studies*, 23(1), 6-24. Recuperado em: <https://search.proquest.com/openview/22ccd6c2ea5d07c0523dd6e064218698/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2045303>.