

## RELAÇÃO DO *DISCLOSURE* DA SUSTENTABILIDADE COM A GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO NAS EMPRESAS LISTADAS NO IBRX

### RESUMO

O objetivo deste estudo consiste em verificar a relação do *disclosure* da sustentabilidade com algumas características da governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto. As características da governança corporativa estudadas são as seguintes: dualidade do CEO, presidência do conselho de administração, comitê ou órgão de sustentabilidade, influencia da comunidade, diretores independentes e *board interlocking*. A amostra é composta pelas empresas não financeiras listadas no IBrX-100 da BM&FBOVESPA e abrangeu o período de 2009 a 2011. A técnica de análise de conteúdo foi empregada nos relatórios corporativos, nas demonstrações financeiras e nos relatórios sociais ou de sustentabilidade das empresas investigadas com a finalidade de mensurar o nível de *disclosure* da sustentabilidade. Utilizou-se dados em painel com a metodologia de efeitos fixos. Os resultados encontrados mostraram-se estatisticamente significativos para as variáveis representativas da idade da empresa, tamanho (representado pelo ativo total) e do sexo do presidente do conselho de administração; apresentando sinais esperados dos coeficientes estimados conforme a literatura, corroborando, assim, com alguns estudos internacionais que evidenciaram a influência dessas variáveis na divulgação de informações pelas companhias.

**Palavras-chave:** Disclosure da sustentabilidade. Governança corporativa. IBrX-100.

### 1 INTRODUÇÃO

A história da humanidade é marcada por um processo constante e ininterrupto de transformação, o qual envolve conceitos que se expandem por diversos campos, dentre os quais o econômico, social, ambiental e cultural. As empresas, na qualidade de agentes presentes no ambiente social, não poderiam ficar imunes a tais transformações. Nesse sentido, como reflexo de entendimentos a respeito de responsabilidade social, as empresas passaram a ter preocupações com práticas socioambientais, isto para legitimar suas ações perante aos seus *stakeholders*. Vale evidenciar que, no particular das empresas, as transformações podem ocorrer tanto como uma resposta imposta por estímulos externos, quanto como resultado de decisões de políticas internas, sendo que nos dois casos o foco é sempre algo presente no ambiente.

Para Hackston e Milne (1996) já não é mais aceita o fato de a única responsabilidade das empresas ser a maximização de lucros, haja vista que as atividades desenvolvidas por estas organizações causam impactos na economia, na sociedade e no meio ambiente, demandando dessas entidades ações que mimizem os problemas por elas causados, bem como a inclusão de políticas socioambientais nos objetivos organizacionais.

Nesse sentido, Weber e Marley (2012) destacam que nos últimos anos vem ocorrendo uma mudança nos relatórios corporativos, que antes divulgavam exclusivamente informações financeiras, passando-se a adotar uma nova e poderosa ferramenta para se comunicar com seus grupos de *stakeholders*, os relatórios de responsabilidade social corporativa ou relatórios de sustentabilidade corporativa. O relatório de sustentabilidade corporativa engloba informações econômico-financeiras, sociais e ambientais, destacando-se por evidenciar as políticas implantadas pelas empresas para minimizar os impactos ambientais decorrentes de suas operações, e as ações sociais desenvolvidas em prol da sociedade.

De acordo com a teoria dos *stakeholders*, a implantação e divulgação das ações corporativas sustentáveis são uma parte do diálogo que as empresas devem manter com suas partes interessadas, pois demonstra o comportamento sócio-responsável dessas organizações, bem como legitima suas ações frente ao seu público (GRAY; KOUHY; LAVERS, 1995; ADAMS; MCNICHOLAS, 2007).

Acerca desta temática, Gray et al. (2001) afirmam que as pesquisas anteriores têm investigado os possíveis determinantes do *disclosure* econômico-financeiro, social e ambiental por parte das empresas, enfocando particularmente nas características corporativas. Contudo, poucos estudos têm focado nos fatores do contexto interno as organizações que podem influenciar na divulgação dessas informações, principalmente no que tange aos aspectos da estrutura da governança (ADAMS, 2002; MICHELON; PARBONETTI, 2012).

Em outros termos, percebe-se uma ausência de preocupações dos pesquisadores a respeito de causas de foro interno e que provocam transformações nas empresas. Mesmo que não dito explicitamente, aceita-se como pressuposto válido a ideia que as transformações ocorrem sempre no sentido de fora para dentro, o que, evidentemente, se constitui em um equívoco, isto pelo fato de as empresas serem agentes ativos.

Nesta perspectiva, considerando a necessidade de verificar a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade praticado pelas companhias abertas brasileiras e algumas características da governança corporativa (composição do conselho e estrutura), surge o seguinte problema de pesquisa: ***Qual a relação entre o disclosure da sustentabilidade praticado pelas empresas brasileiras de capital aberto e as características da governança corporativa?***

Destarte, justifica-se a realização desta pesquisa pela importância do tema *disclosure* e governança corporativa, bem como por buscar evidências que possam explicar o nível de *disclosure* da sustentabilidade empresarial através das características da governança corporativa das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA, ressaltando-se que este é um tema pouco explorado em âmbito nacional. Além disso, este trabalho contribui com a literatura existente na medida em que traz novas evidências empíricas da relação entre o *disclosure* da sustentabilidade com as características da governança corporativa no Brasil.

Além desta seção introdutória, o artigo está dividido em mais quatro partes. A seção 2 faz uma breve revisão da literatura enquanto a seção 3 descreve a metodologia e as variáveis do estudo. A seção 4 destina a análise dos resultados e, por fim, a última seção refere-se as considerações finais.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Diversas teorias são invocadas para explicar a divulgação de informações socioambientais pelas empresas, destacando-se a teoria legitimidade, dos *stakeholders* e a teoria da divulgação, entre outras.

A teoria da legitimidade preceitua que, para continuar desenvolvendo suas atividades, as empresas devem agir de acordo com que a sociedade identifica como socialmente aceitável, dentro de um sistema social que envolve normas, valores, ideais e convicções (O'DONOVAN, 2002). Já a teoria dos *stakeholders* exposta por Freeman (1984), enfatiza que as empresas devem atender aos interesses de todas as partes com que se relaciona e não apenas aos interesses dos detentores do capital, destacando que um *stakeholder* é qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pelos objetivos das organizações (ROBERTS, 1992; MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997).

Segundo Machado (2010), as teorias da legitimidade e dos stakeholders consideram que a empresa faz parte de um sistema social amplo, em que a divulgação de relatórios e informações que visem evidenciar práticas como responsabilidade social e sustentabilidade demonstra sua atitude transparente, bem como legitima suas ações diante da sociedade.

Com relação à teoria da divulgação, esta abordagem teórica vêm sendo utilizada por diversos estudos na área contábil. De acordo com Verrecchia (2001), a teoria da divulgação visa explicar o processo de divulgação de informações sob diversas perspectivas, sendo dividida em três categorias: Pesquisa sobre divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*); Pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*); e Pesquisa sobre divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*). Considerando o objetivo desta pesquisa, pode-se dizer que este estudo enquadra-se na categoria de pesquisa baseada em julgamento, pois visa verificar se o disclosure da sustentabilidade corporativa é influenciado por algumas características da governança corporativa.

Trotman e Bradley (1981) foram um dos primeiros a investigar sobre o *disclosure* da sustentabilidade, enfocando seu estudo no aspecto da responsabilidade social divulgadas pelas companhias. Através de um estudo com empresas australianas eles identificaram que a divulgação de informações sociais apresenta uma relação com o tamanho das empresas, com o risco sistemático e no processo de tomada de decisão a longo prazo.

Roberts (1992) realizou uma pesquisa com o objetivo de testar como a teoria dos *stakeholders* explica o *disclosure* da responsabilidade social. Os resultados da pesquisa suportam a aplicação desta teoria na divulgação do *disclosure* da responsabilidade social pelas empresas, bem como, medidas do poder dos *stakeholders*, posição estratégica, e desempenho econômico são significativamente relacionados com o *disclosure* de informações sociais corporativas.

Adams (2002) em seu estudo buscou evidenciar os fatores organizacionais internos que influenciavam a divulgação de relatórios de informações sociais e éticas por empresas do Reino Unido e da Alemanha. De acordo com a autora os fatores que influenciavam a divulgação dessas informações pelas empresas pesquisadas eram o país de origem, o tamanho das empresas e a cultura corporativa. E, dentre os fatores internos que contribuem para a divulgação de relatórios de responsabilidade social pelas empresas, destaca-se a existência de um órgão de responsabilidade social, estrutura corporativa, mecanismos de governança, envolvimento dos contadores e dos *stakeholders*, cultura corporativa, percepção dos custos e benefícios atrelados à divulgação dessas informações, e envolvimento do presidente e diretores do conselho de administração dessas entidades.

Michelon e Parbonetti (2012), por sua vez, investigaram a relação da composição do conselho de administração, a liderança e a estrutura sobre o *disclosure* da sustentabilidade em empresas dos Estados Unidos e da Europa. De acordo com os resultados da pesquisa a influencia da comunidade parecer ter um efeito sobre a divulgação de relatórios de sustentabilidade empresarial. Além disso, o tamanho da empresa, a participação no Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade apresentam efeito positivo sobre a publicidade dessas informações. Com relação a divulgação de informações sociais pelas empresas, observou-se que a presença de um comitê ou órgão de sustentabilidade indica um associação positiva com a divulgação dessas informações.

Braga, Oliveira e Salotti (2008) avaliaram empiricamente a influência de determinadas variáveis sobre o nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de companhias

abertas brasileiras listadas na Bovespa. As evidências empíricas analisadas sugerem que o tamanho da empresa, riqueza criada e natureza da atividade exercem influência direta e significativa sobre o nível de *disclosure* ambiental, estando estes resultados de acordo com os pressupostos da teoria da divulgação.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo trata-se de uma pesquisa empírico-analítica, pois busca verificar a relação do *disclosure* da sustentabilidade com algumas características da governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto (MARTINS; THEÓFILO, 2009). Para tanto, utilizou-se da pesquisa bibliográfica, da análise de conteúdo e de técnicas estatísticas para as avaliações necessárias.

A população desta pesquisa foi composta pelas empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo – BM&FBOVESPA. Já amostra foi composta pelas empresas listadas no Índice Brasil da Bovespa (IBrX-100), que é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica formado pelas cem ações mais negociadas na BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2012). A adoção das empresas participantes do IBrX-100 como amostra para esta pesquisa é justificada pelo fato dessas companhias terem as ações mais negociadas do mercado. Contudo, para o desenvolvimento da pesquisa foram consideradas apenas as empresas não financeiras, dado que as empresas de natureza financeira possuem características e normatização diferente das demais companhias, o que reduziu a amostra para 82 empresas, e posteriormente, após o tratamento dos dados algumas companhias foram excluídas devido a ausência de informações para análise reduzindo a amostra para 76 entidades.

Os dados acerca das entidades foram coletados em seus sites na internet e no software Economática®. Observaram-se também as demonstrações financeiras, os relatórios corporativos, sociais e ambientais e de sustentabilidade publicados pelas companhias investigadas. A coleta de dados foi realizada anualmente, totalizando 228 observações no período de 2009 a 2011.

#### 3.1 Variáveis, Proxies e Hipóteses

##### 3.1.1 Variável dependente

Buscou-se mensurar o Nível de Disclosure da Sustentabilidade corporativa (NDS) através da análise de conteúdo dos relatórios corporativos disponibilizados pelas empresas (demonstrações financeiras, relatórios da administração, relatórios de sustentabilidade, e nos sites das companhias na internet). Para tanto, adotou-se como *proxy* para o *disclosure* da sustentabilidade o índice desenvolvido por Rover e Murcia (2010) que engloba informações econômicas, sociais e ambientais. O índice é composto por 92 itens discriminados da seguinte forma: **a) Econômicos (43)**: Efeitos dos eventos econômicos na empresa; Discussão do setor em que a empresa atua; Discussão da concorrência; Relacionamento com fornecedores; Satisfação dos clientes; *Market share*; Identificação dos riscos do negócio; Exposição cambial; Narrativa da história da empresa; Estrutura organizacional; Aspectos tecnológicos da atividade operacional; Informações por segmento ou linha de negócio; Utilização da capacidade produtiva; Indicadores de eficiência; Quantidades produzidas e/ou serviços prestados; Unidades vendidas; Objetivos, planos e metas futuras da empresa; Perspectiva de novos investimentos; Principais mercados de atuação; Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar; Política de reinvestimento dos lucros; Pesquisa e desenvolvimento; Discussão da qualidade dos produtos e serviços; Preço dos produtos e serviços da empresa;

Correção monetária; Demonstração do Fluxo de Caixa; Demonstração do Valor Adicionado; Informações Contábeis em US GAAP ou IFRS; Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços; Preço ou valorização das ações por tipo; Valor de mercado; Projeções (fluxos de caixa, vendas, lucros); Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA); Indicadores de endividamento; EBITDA; Principais práticas de governança corporativa; composição do conselho de administração; Identificação dos principais administradores; Remuneração dos administradores; Remuneração dos auditores; Principais acionistas; Relacionamento com os investidores. **b) Sociais (15):** Demonstração do Valor Adicionado; Menções ao valor adicionado ou distribuído; Investimentos em caráter social; Gastos em projetos sociais; Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança; Número de funcionários; Remuneração dos funcionários; Benefícios aos funcionários; Satisfação dos funcionários; Informações sobre as minorias na força de trabalho; Educação e treinamentos dos funcionários; Segurança no local de trabalho; Dados sobre acidentes de trabalho; Relacionamento com sindicatos ou órgão de classe. **c) Ambientais (34):** Declaração das políticas, práticas, ações atuais; Estabelecimento de metas e objetivos ambientais; *Compliance* com a legislação ambiental; Parcerias, conselhos, fóruns ambientais; Prêmios e participações em índices ambientais; Gestão ambiental; ISOs 9000/14.000; Auditoria ambiental; Desperdícios e resíduos; Processo de acondicionamento (embalagem); Reciclagem; Desenvolvimento de produtos ecológicos; Uso eficiente e/ou reutilização da água; Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada, etc.); Reparos aos danos ambientais; Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações; Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia; Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia; Investimentos ambientais; Custos e/ou despesas ambientais; Passivos ambientais; Práticas contábeis de itens ambientais; Seguro ambiental; Ativos ambientais intangíveis; Educação ambiental; Pesquisas relacionadas ao meio ambiente; Projetos de mecanismos de desenvolvimento limpo; Créditos de carbono; Emissão de gases efeito estufa; Certificados de emissões reduzidas; Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável; Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento; Conservação da biodiversidade; Relacionamento ambiental com *stakeholders*.

Contudo, foram realizados alguns ajustes na métrica, pois alguns itens que compunha o índice passaram a ser de divulgação obrigatória (ROVER; MURCIA, 2010). Assim, o nível de *disclosure* da sustentabilidade empresarial foi composto por 88 itens, o qual foi determinado da seguinte forma:

$$NDS_i = \sum_{j=1}^d d_j / d \quad (1)$$

Onde  $NDS_i$  é o nível de *disclosure* da sustentabilidade empresarial da empresa  $i$ ;  $d_j$  é o item  $j$  divulgado, que assume nota 1 quando a empresa divulga o item, e nota 0 quando item não é divulgado;  $d$  é o número máximo de itens divulgados (88 itens).

### 3.1.2 Variáveis explicativas e hipóteses

**a) Dualidade do CEO (CEO).** Estudos realizados acerca da influencia da separação da presidência do conselho de administração da presidência da diretoria não são conclusivos quanto ao efeito desta separação no *disclosure* empresarial (HO; WONG, 2001; CHENG; COURTENAY, 2006). Já Gul e Leung (2004) encontraram uma associação negativa entre a separação entre os cargos de presidente do conselho de administração com o da diretoria executiva em um estudo realizado com empresas de Hong Kong. Desta forma, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H1:** O disclosure da sustentabilidade empresarial tem relação com a separação da presidência do conselho da administração da presidência da diretoria executiva.

Para mensurar a separação entre as presidências da empresa e do conselho utilizou-se uma variável dummy, que assume valor 1 se há separação entre os cargos, e valor 0 caso contrário.

**b) Presidência do conselho (PresCon).** Alguns estudos recentemente vêm buscando investigar se o sexo do presidente do conselho de administração influencia na transparência e na divulgação de informações por parte das corporações (ADAMS; FERREIRA, 2009). Em seu estudo Gul, Srinidhi e Ng (2011), buscaram verificar se a questão do sexo resultaria em mais informações ao mercado e se impactava o valor das ações. De acordo com os autores, o sexo do presidente contribui no disclosure de mais informações por parte das grandes empresas, e incentiva a divulgação de informações pelas pequenas empresas. Neste sentido, apresenta-se a seguinte hipótese:

**H2:** O disclosure da sustentabilidade empresarial tem relação com o sexo da presidência do conselho de administração.

Para identificar o sexo da presidência do conselho de administração, empregou-se uma variável *dummy*, que assume valor igual a 1 se o presidente for homem, e valor igual a zero caso contrário.

**c) Comitê de sustentabilidade (Comitê).** Estudos apontam que um conselho ou comitê de responsabilidade corporativa ou de sustentabilidade influencia de maneira positiva no *disclosure* e na implementação de ações voltadas a sustentabilidade corporativa, pois seus dirigentes atuam de forma a demonstrar para os *stakeholders* que a companhia se preocupa com o meio-ambiente e o bem estar de toda a sociedade (ULLMAN, 1985; ZAHRA; PEARCE, 1989; MICHELON; PARBONETTI, 2012). Sendo assim, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H3:** O disclosure da sustentabilidade empresarial tem relação com a presença de um comitê de sustentabilidade ou órgão de responsabilidade social na estrutura da governança corporativa.

A presença de um comitê de sustentabilidade ou responsabilidade social corporativa é mensurado através de uma variável dicotômica, que assume valor igual a 1, se a empresa possui tal órgão, e 0 caso contrário.

**d) Diretores independentes (DirInd).** Diretores independentes são pessoas que participam no conselho de administração das companhias, mas que não mantém relação empregatícia com a mesma. A participação de diretores independentes no conselho de administração das companhias é visto como fator para o aumento na divulgação de informações para os investidores e demais interessados nas empresas (ENG; MAK, 2003). Alguns estudos encontraram uma relação positiva entre a proporção de diretores independentes e a divulgação de informações financeiras pelas empresas (CHEN; JAGGI, 2000; MICHELON; PARBONETTI, 2012). Por outro lado, Eng e Mak (2003) reportaram uma associação negativa entre o aumento de diretores independentes e o *disclosure* corporativo. Desta forma, considerando o reportado acima, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H4:** O disclosure da sustentabilidade tem relação com a presença de diretores independentes no conselho de administração.

A presença de diretores independentes é mensurado através de uma variável dicotômica, que assume valor igual a 1, se há diretores independentes no conselho de administração, e 0 caso contrário.

**e) Influência da comunidade (InfCom).** A participação de diretores independentes no conselho de administração das empresas é visto como um link entre a entidade e o ambiente externo em que esta inserida, pois através destes diretores busca-se legitimar as ações da companhia frente aos seus *stakeholders* (HILLMAN; CANNELLA JR; PAETZOLD, 2000; MICHELON; PARBONETTI, 2012). Michelon e Parbonetti (2012) evidenciam que membros da comunidade que participam no conselho de administração das empresas como políticos aposentados, diretores de órgãos governamentais, professores universitários e membros de fundações sociais ou ambientais podem servir intermediários das expectativas da comunidade acerca das atividades desenvolvidas pelas empresas em seu benefício, encontrando em seu estudo uma relação positiva com a divulgação da sustentabilidade. Neste sentido, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H5:** O disclosure da sustentabilidade tem relação com a participação de diretores ligados a comunidade no conselho de administração.

A participação de diretores ligados a comunidade foi mensurado através de uma variável dicotômica, que assume valor igual a 1, se há diretores que participem de organizações sociais ou ambientais, professores universitários, políticos aposentados, entre outros, no conselho de administração da companhia, e 0 caso contrário.

**f) Board interlocking (PartOut).** Quando um membro de um conselho de administração de uma companhia ocupa o cargo de diretor no conselho de administração de outra empresa, surge o fenômeno do *board interlocking* (ALLEN, 1974; MIZRUCHI, 1996). Segundo Dooley (1969) a presença de diretores comuns nas companhias força a gestão da entidade a considerar os interesses da comunidade em termos de crescimento econômico, social e político, ensejando que ela adote práticas que visem o bem-estar da sociedade. Para Davis (1996) a presença de diretores comuns no conselho de administração de várias empresas é uma faceta da relação social em que a companhia esta envolvida, que incorpora na governança corporativa uma rede de informações, onde esses diretores fornecem um mecanismo para legitimar essas organizações e expandir seus negócios. Neste sentido, considerando que o *disclosure* da sustentabilidade visa legitimar as ações desenvolvidas pelas organizações frente aos seus interessados, apresenta-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H6:** O disclosure da sustentabilidade empresarial tem relação com a presença de diretores comuns no conselho de administração das companhias.

A participação de diretores comuns entre as empresas foi mensurado através de uma variável dicotômica, que assume valor igual a 1, se há diretores que participem do conselho de administração de mais de uma companhia, e 0 caso contrário.

### 3.1.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle utilizadas na pesquisa teve como base a literatura sobre o tema. Alguns estudos demonstram que o tamanho das empresas tem associação positiva com o nível de *disclosure*, que quanto maior a companhia mais informações ela divulga (KELLY, 1981; TROTMAN; BRADLEY, 1981; HACKSTON; MILNE 1996). Esta variável de controle foi mensurada pelo logaritmo do ativo total das empresas. Já a variável participação em índices como o ISE podem ensinar as empresas a divulgar mais informações acerca de suas ações voltadas para a sustentabilidade, bem como por serem reconhecidas como

entidades que estão preocupadas com o desenvolvimento sustentável (COOKE, 1989; HANIFFA; COOKE, 2005). Mensurou-se a participação no ISE através de uma variável dicotômica que assume valor igual 1 se a companhia participa do índice, e valor igual a 0 caso não participe.

Outra variável que tem sido identificado também como possível fator para o disclosure corporativo é a idade ou tempo de atuação das companhias (HANIFFA; COOKE, 2002). Esta variável foi mensurada através dos anos de atuação da firma no mercado, isto é, do período de sua abertura até o interstício desta pesquisa. Com relação ao desempenho, de acordo com a literatura espera-se que quanto melhor o desempenho da companhia maior seja o seu disclosure (VERRECHIA, 2001; YAMMAMOTO; SALOTTI, 2006). A *proxy* empregada para representar essa variável foi retorno sobre o patrimônio líquido – ROE (HACKSTON; MILNE, 1996; WILLIAMS 1999).

O risco da empresa (representado pelo beta), ou seja, o risco inerente a um ativo (ROVER; MURCIA, 2010). Para tal, utilizou-se o beta da empresa calculado através do Economática®, considerando-se um período de 60 meses para representar o risco sistemático.

### 3.2 Modelo Econométrico

Para testar a relação entre o nível de disclosure da sustentabilidade empresarial e as características da governança corporativa, e com algumas características das empresas, foi empregado um modelo de regressão com dados em painel efeitos fixos. Para tanto, adaptou-se o modelo econométrico empregado por Michelon e Parbonetti (2012), descrevendo-o da seguinte forma:

$$NDS_{it} = \beta_0 + \beta_1 Idade_{it} + \beta_2 Comitê_{it} + \beta_3 CEO_{it} + \beta_4 DiretInd_{it} + \beta_5 ISE_{it} + \beta_6 InfCom_{it} + \beta_7 PartOut_{it} + \beta_8 PresCon_{it} + \beta_9 Tamanho_{it} + \beta_{10} Beta_{it} + \beta_{11} ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde,  $NDS_{it}$  é a variável dependente que representa o nível de disclosure da sustentabilidade empresarial da empresa  $i$  no período  $t$ . As variáveis explicativas são: *Idade* (representada pelo tempo de atuação da companhia no mercado), *Comitê* (assume valor 1 se a companhia apresenta comitê ou órgão de sustentabilidade, e 0 caso contrário), *CEO* (assume valor 1 se o CEO não é o presidente do conselho de administração, e 0 caso contrário), *DiretInd* (assume valor 1 se a companhia apresenta diretores independentes em seu conselho de administração, e 0 caso contrário), *ISE* (assume valor 1 se a companhia participar do ISE da Bovespa, e 0 caso contrário), *InfCom* (assume valor 1 se há diretores no conselho da administração que são políticos, professores de universidade ou diretores de organizações sociais ou ambientais, e 0 caso contrário), *PartOut* (assume valor 1 se há conselheiros da companhia que participam do conselho de administração de outras empresas, e valor 0 caso contrário), *PresCons* (assume valor 1 se o presidente do conselho é do sexo masculino, e valor 0 caso contrário), *Tamanho* (representado pelo logaritmo do ativo total da empresa), *Beta* (risco de mercado da empresa) e *ROE* (indica o desempenho da empresa no período).  $\varepsilon_i$  é o erro da regressão.

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Tabela 1, a seguir, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis investigadas na pesquisa. Como dito na metodologia, formou-se um painel balanceado de observações de 76 empresas ao longo de três anos. O índice médio de disclosure da sustentabilidade empresarial encontrado foi de 0,6468, variando bastante entre as vista haja vista que algumas alcançaram o valor mínimo de 0,1022 enquanto outras quase atingiram o valor máximo, chegando a 0,9659. É importante destacar que a maioria das informações que

compõem a métrica do NDS não é legalmente obrigatória, o que reforça o alto índice alcançado por algumas empresas<sup>1</sup>.

A média de idade das empresas pesquisadas é de 24 anos, aproximadamente. No que respeita os critérios de governança, a análise descritiva permite observar que, em sua maioria (76,31%) os CEO's das empresas não assumem a função de presidente do conselho de administração e que cerca de 78,1% dos conselheiros de uma determinada companhia têm participação ativa no conselho de administração de outras empresas.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis. 2009 a 2011

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo
NDS	0,6468	0,1983	0,1022	0,9659
Idade	23,7149	16,37141	0	58
Comitê	0,6052	0,48986	0	1
CEO	0,7631	0,42608	0	1
Diretind	0,7412	0,4389	0	1
ISE	0,3157	0,4658	0	1
InfCom	0,5614	0,4973	0	1
PartOut	0,7807	0,4146	0	1
PresCon	0,9517	0,2147	0	1
Tamanho (log ativo)	15,9349	1,3853	8,4429	20,2110
Beta	0,8225	0,8194	-0,57	3,66
ROE	0,1898	0,2667	-0,36	1,78

Fonte: Economática e sites das empresas.

A seguir, na Tabela 2 apresentam-se os resultados da matriz de correlação entre as variáveis que tem como objetivo verificar, de forma preliminar, a relação existente entre as variáveis do estudo. Nesta, o índice de disclosure da sustentabilidade empresarial parece estar relacionada de forma direta com a maioria das variáveis utilizadas como explicativas na sua determinação, e de forma indireta com o risco (Beta) e com o ROE da empresa. A variável tamanho, mensurada através do volume do ativo da empresa, apresentou o maior índice de correlação com a variável dependente NDS (0,4980).

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis. 2009-2011

Variáveis	NDS	Idade	Comitê	CEO	DiretInd	ISE	InfCom	PartOut	PresCon	Tamaho	Beta	ROE
NDS	1,0000											
Idade	0,2766	1,0000										
Comitê	0,3658	0,1169	1,0000									
CEO	0,1883	0,2093	0,0368	1,0000								
DiretInd	0,0841	-0,0872	-0,0174	-0,1154	1,0000							
ISE	0,4270	0,1962	0,3373	0,2050	-0,1221	1,0000						
InfCom	0,2145	0,1304	0,2558	0,0909	-0,0900	0,3357	1,0000					
PartOut	0,0969	0,0462	0,1253	0,1081	-0,0141	0,1984	0,4228	1,0000				
PresCon	0,1022	-0,0605	-0,1823	0,0661	-0,8058	-0,0660	0,0490	0,1804	1,0000			
Tamanho	0,4980	0,2838	0,3440	0,1667	-0,2622	0,3476	0,4177	0,0832	-0,0340	1,0000		
Beta	-0,1148	0,0276	-0,0827	-0,1556	0,1262	-0,2001	-0,1700	0,0436	-0,1238	-0,0627	1,0000	
ROE	-0,1247	0,0110	-0,1160	-0,0081	-0,0825	-0,0412	-0,1321	-0,0691	-0,0280	-0,2417	-0,1817	1,0000

Fonte: Economática e sites das empresas.

<sup>1</sup> Cerca de 8 empresas (aproximadamente 10% da amostra) alcançaram um índice igual ou superior a 0,82.

Depois de uma breve análise descritiva, o passo seguinte foi a estimação do modelo econométrico. Inicialmente, para se determinar corretamente o modelo a ser estimado foram feitos testes econométricos, dentre os quais o teste de Chow, o de Hausman e o de Wald. Iniciando pelo teste de Chow, cujo objetivo é testar de forma conjunta se as dummies anuais são estatisticamente iguais a zero, os resultados rejeitam a hipótese nula, indicando, portanto, que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo com dados empilhados (pooled). O segundo teste aplicado (teste de Hausman) teve como objetivo a escolha entre os modelos de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Novamente, os resultados rejeitaram a hipótese nula, indicando que o modelo de efeitos fixos é preferível ao de efeitos aleatórios. Por fim, aplicou-se o teste de Wald (teste de detecção de heterocedasticidade para efeitos fixos) que rejeitou a hipótese nula de ausência de heterocedasticidade. Dessa forma, o modelo foi aplicado em sua forma robusta para correção de heterocedasticidade<sup>2</sup>.

A tabela 3 apresenta os resultados para três modelos de efeitos fixos estimados. O primeiro modelo estima o nível de *disclosure* da sustentabilidade em relação a variável idade das empresas no mercado (Modelo 1). Nos modelos 2 e 3 são incluídas as demais variáveis relacionadas à governança corporativa e ao ISE (Modelo 2) e a situação econômico-financeira da empresa (Modelo 3). Ressalta-se, porém, que a variável de controle beta foi excluída por ter apresentado colinearidade perfeita.<sup>3</sup>

Tabela 3 – Resultado da regressão com dados em painel. 2009-2011

Variáveis Explicativas	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)
Idade	0.0347*** (0.0068)	0.0316*** (0.0090)	0.0246*** (0.0085)
Comitê		0.0031 (0.0321)	-0.0060 (0.0272)
CEO		0.0062 (0.0322)	0.0066 (0.0355)
DirInd		0.0259 (0.0180)	0.0424 (0.0282)
ISE		0.0313 (0.0380)	0.0373 (0.0342)
InfCom		0.0355 (0.0269)	0.0446 (0.0296)
PartOut		-0.0149 (0.0145)	-0.0138 (0.0158)
PresCon		0.0334*** (0.0076)	0.0385*** (0.0101)
Tamanho (log ativo)			0.0399*** (0.0094)
ROE			0.0580 (0.0463)
Constante	-0.1753 (0.1604)	-0.1793 (0.1843)	-0.6790*** (0.1708)
N	222	222	209

Fonte: Economática e sites das empresas. Nota: 1. Erros padrões em parênteses. 2. Significância estatística: \*p<0.10; \*\*p<0.05; \*\*\*p<0.01. 3. Estimado com correção de heterocedasticidade.

Analisando os resultados da tabela 3 verifica-se que no Modelo 1 o nível de *disclosure* da sustentabilidade apresentado pelas empresas pesquisadas é influenciado pela idade dessas empresas no mercado, uma vez que o coeficiente dessa variável apresentou-se

<sup>2</sup> Os resultados foram os seguintes: Teste de Chow:  $F(74, 140) = 10,83$ ;  $\text{Prob} > F = 0,0000$ . Teste de Hausman:  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0480$ . Teste de Wald  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0000$ . Para maiores detalhes dos referidos testes ver Wooldridge (2010).

<sup>3</sup> O número de observações variou entre os modelos devido a falta de informação para algumas variáveis.

estatisticamente significativa ao nível de 1%. Nesse caso, a interpretação do resultado encontrado é que quanto mais tempo a companhia está no mercado mais informações econômicas e socioambientais ela divulga. Esse resultado está de acordo com Haniffa e Cooke (2002) que encontraram uma relação positiva entre a divulgação de informações econômicas e sociais pelas empresas e o tempo de participação dessas companhias no mercado.

Com relação ao segundo modelo (Modelo 2), foram incluídas as variáveis explicativas que verificam a influência da governança corporativa e a variável ISE. Os resultados demonstram, mais uma vez, que a variável idade das empresas possui relação direta com o nível de disclosure da empresa assim como a variável presidência do conselho (PresCon), indicando, portanto, que o fato do presidente do conselho ser do sexo masculino está positivamente relacionada a divulgação dessas informações por parte das empresas investigadas. Estes resultados vêm corroborar com as recentes pesquisas desenvolvidas, onde encontrou-se uma relação entre a divulgação de informações e o sexo do presidente do conselho de administração, ressaltando que essa variável parece ter efeito sobre o disclosure de informações pelas empresas (ADAMS; FERREIRA, 2009; GUL; SRINIDHI; NG, 2011).

Por fim, na terceira estimação (Modelo 3) foram incluídas todas as variáveis de controle citadas na metodologia. Os resultados encontrados continuam ressaltando a importância da variável idade e da presidência do conselho ser exercido por um homem sobre a divulgação de informações relativas à sustentabilidade empresarial; agregando-se a estas a variável tamanho da empresa, aqui representada pelo volume de ativos da empresa.

Concluindo, tais resultados estão em consonância com a literatura ao confirmar a importância do tamanho e idade das empresas que apresentam uma relação positiva com a divulgação de informações relativas a sustentabilidade empresarial (KELLY, 1981; TROTMAN; BRADLEY, 1981; HACKSTON; MILNE, 1996; HANIFFA; COOKE, 2002; MICHELON; PARBONETTI, 2012), bem como, que o sexo do presidente do conselho de administração parecer influenciar na divulgação de informações pelas empresas (ADAMS; FERREIRA, 2009; GUL; SRINIDHI; NG, 2011). Por outro lado, as variáveis explicativas e de controle, respectivamente, influência da comunidade, diretores independentes, board interlocking, dualidade do CEO, comitê ou órgão de sustentabilidade, participação no ISE, desempenho e beta não apresentaram significância estatística, conforme encontrado em outros artigos (HO, WONG, 2001; ULLMAN, 1985; ROBERTIS, 1992; CHEN; JAGGI, 2000; MICHELON; PARBONETTI, 2012).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo verificar a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade com algumas características da governança corporativa (dualidade do CEO, presidência do conselho, comitê de sustentabilidade ou de responsabilidade social, diretores independentes, influência da comunidade e *board interlocking*) de empresas de capital aberto listadas no IBrX-100 da BM&FBOVESPA. Para isso, realizou-se uma pesquisa empírico-analítica, onde aplicou-se o método de regressão com dados em painel efeitos fixos para testar a relação entre a divulgação da sustentabilidade com as características da governança corporativa no período de 2009 a 2011.

A partir da análise da estimação de três modelos, verificou-se que as variáveis idade das empresas, presidência do conselho (PresCons) e tamanho das empresas influenciavam de forma positiva no disclosure da sustentabilidade praticado pelas empresas pesquisadas. Essas constatações corroboram com a maior parte dos estudos que vêm sendo desenvolvidos

recentemente (ADAMS; FERREIRA, 2009; GUL; SRINIDHI; NG, 2011; HANIFFA; COOKE, 2002). Especificamente, sobre as variáveis de Governança Corporativa, os resultados, contudo, não apresentaram significância estatística. Apenas a variável relacionada ao sexo do presidente do conselho indicou que os homens na presidência possuem influenciam positivamente no disclosure da sustentabilidade das empresas comparativamente às mulheres.

Contudo, ressalta-se que as conclusões desta pesquisa, apesar de considerar 92 itens no cálculo da mensuração do nível de disclosure, limitam-se à amostra e ao período analisado de apenas três anos. Faz-se necessário, portanto, que se aumente o número de empresas, anos e variáveis a serem analisadas, buscando-se assim evidências mais robustas acerca da relação entre a divulgação da sustentabilidade e as características da governança corporativa das empresas.

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADAMS, C. A. Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: beyond current theorizing. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 15 (2), p. 223-250, 2002.
- ADAMS, C. A.; MCNICHOLAS, P. Making a difference: sustainability reporting, accountability and organisational change. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 20 (3), p. 382-402, 2007.
- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, 94, p. 291-309, 2009.
- ALLEN, M. P. The structure of interorganizational elite cooptation: interlocking corporate directorates. **American Sociological Review**, vol. 39, n. 3, p. 393-406, Jun., 1974.
- BRAGA, J. P.; SALOTTI, B. M. Relação entre o nível de *disclosure* ambiental e características corporativas de empresas no Brasil. Congresso USP – Contabilidade e Controladoria, *Anais...*, 2008.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo. **Índice Brasil – IBRX**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indice>>. Acesso em: 25 de nov. 2012.
- CHENG, E. C. M.; COURTENAY, S. M. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. **The International Journal of Accounting**, 41(3), p. 262–289, 2006.
- CHEN, E. C. M.; JAGGI, B. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, 19(4-5), p. 285-310, 2000.
- COOKE, T. E. Disclosure in the corporate reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, 19(74), 113–124, 1989.
- DAVIS, G. F. The significance of board interlocks for corporate governance. **Corporate Governance**, vol. 4, n. 3, p. 154-59, Jul., 1996.
- DOOLEY, P. C. The interlocking directorate. **The American Economic Review**, vol. 59, n. 3, p. 314-323, Jun., 1969.
- GRAY, R. et al. Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension. **Journal of Business Finance and Accounting**, 28 (3), p. 327-356, 2001.

- GRAY, R.; KOUHY, R.; LAVERS, S. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 8 (2), p. 47-77, 1995.
- GUL, F. A.; LEUNG, S. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. **Journal of Accounting and Public Policy**, 23(5), p. 351-379, 2004.
- GUL, F. A.; SRINIDHI, B.; NG, A. C. Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? **Journal of Accounting and Economics**, 51, p. 314-338, 2011.
- HACKSTON, D.; MILNE, M. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 9 (1), p. 77-108, 1996.
- HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. **ABACUS**, Vol. 38, n. 3, 2002.
- HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. The impact of culture and governance on corporate social reporting. **Journal of Accounting and Public Policy**, 24 (5), p. 391-430, 2005.
- HILLMAN, A. J.; CANNELLA, J.; PAETZOLD, A. A. The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. **Journal of Management Studies**, 37(2), p. 235-255, 2000.
- HO, S. M.; WONG, K. S. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of Accounting, Auditing and Taxation**, 10 (1), p. 139-156, 2001.
- KELLY, G. J. Australian social responsibility disclosure: some insights into contemporary measurement. **Accounting and Finance**, 21(2), p. 97-104, 1981.
- MACHADO, M. R. **As informações sociais e ambientais evidenciadas nos relatórios anuais das empresas: a percepção dos usuários**. 2010. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MICHELON, G.; PARBONETTI, A. The effect of corporate governance on sustainability disclosure. **Journal of Management Governance**, n. 16, p. 477-509, 2012.
- MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who what really counts. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.
- MIZRUCHI, M. S. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. **Annual Review of Sociology**, vol. 22, p. 271-298, 1996.
- O'DONVAN, G. Environmental information in annual reports: a survey of Swedish accountants. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.
- ROBERTS, R. Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, n. 17, v. 6, p. 595-612, 1992.

- ROVER, S.; MURCIA, F. D. **Influência do *disclosure* voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio das empresas brasileiras.** In: IV Congresso Anpcont, 2010, Natal. IV Congresso Anpcont, 2010.
- TROTMAN, K.; BRADLEY, G. W. Associations between social responsibility disclosure and characteristics of companies. **Accounting, Organisations and Society**, n. 6, v. 4, p. 355-362, 1981.
- ULLMAN, A. Data in search of theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance. **Academy of Management Review**, 10(3), p. 540-577, 1985.
- VERRECHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001.
- WEBER, J.; MARLEY, K. A. In search of stakeholder salience: exploring corporate social and sustainability reports. **Business & Society**, 51 (4), p. 626-649, 2012.
- WILLIAMS, S. M. Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: an international empirical test of political economy theory. **The International Journal of Accounting**, v. 34, n. 2, p. 209-238, 1999.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data.** MIT Press. 2010.
- ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. I. I. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrate model. **Journal of Management**, 15(2), p. 291-334, 1989.