



## **Relação entre Características do Conselho de Administração e a Divulgação da Sustentabilidade**

### **Resumo**

O entendimento que envolve a sustentabilidade está pautado no equilíbrio entre os aspectos econômicos, ambientais e sociais. Porém, indo além dos aspectos financeiros e buscando maior credibilidade diante dos seus *stakeholders*, as empresas, além de divulgarem seus resultados financeiros, fazem também a divulgação dos dados relacionados à sustentabilidade, por meio dos relatórios de sustentabilidade corporativa. Neste cenário, o conselho de administração (CA), como mecanismo de governança corporativa, além de tomar decisões em nome dos acionistas, busca transmitir maior transparência e confiabilidade para o mercado. Assim, o objetivo deste estudo é analisar a relação entre características do conselho de administração e a divulgação da sustentabilidade. A partir desse objetivo foram elaboradas cinco hipóteses, uma para cada variável das características do conselho: tamanho, número de reuniões, independência, dualidade e número de laços do *board interlocking*. Foram analisados 123 relatórios de sustentabilidade divulgados entre 2012 e 2015. A amostra da pesquisa foi composta por todas as empresas listadas na BM&FBovespa que divulgaram o relatório de sustentabilidade pelo padrão do modelo internacional GRI até o ano de 2015. A análise foi quantitativa, realizada por meio de regressão linear múltipla. Os resultados apontam que das cinco variáveis analisadas, três (tamanho do conselho, proporção de conselheiros independentes e número de laços do *board interlocking*) demonstraram influência positiva e significativa na divulgação da sustentabilidade. Destaca-se ainda que as demais variáveis também apresentaram resultados positivos, porém, não significativos.

**Palavras-Chave:** Conselho de Administração; Divulgação; Sustentabilidade.

**Linha Temática:** Responsabilidade Social e Ambiental.

### **1 INTRODUÇÃO**

A governança corporativa pode ser entendida como mecanismos e princípios que norteiam o processo decisório de uma organização (Carvalho, 2002). Sabe-se do esforço que envolve o seu estudo em uma organização, pois se busca o equilíbrio entre o poder dos gestores e dos acionistas em um ambiente que pede, cada vez mais, informações confiáveis e que contribuam para avaliar o desempenho da empresa.

Neste cenário, o conselho de administração, como um mecanismo de governança corporativa, atua como um órgão que toma as decisões em nome dos acionistas. É responsável por monitorar as decisões, definir a remuneração dos executivos, garantir a proteção dos investimentos e o alinhamento dos interesses das partes interessadas (Andrade, et al., 2009).

O tema sustentabilidade vem a cada dia ganhando mais relevância no meio empresarial e acadêmico, buscando-se dentro desse contexto, o equilíbrio entre os interesses econômicos, ambientais e sociais (Asif, 2011). Devido à importância do tema, as empresas, além de divulgarem seus resultados financeiros, fazem também a divulgação dos dados relacionados à sustentabilidade, que são os relatórios de sustentabilidade corporativa. O objetivo dessa divulgação é buscar a confiança e credibilidade do mercado perante as ações das empresas, indo além do que é exigido por lei, ou seja, extrapolando os limites internos da empresa para atingir os seus *stakeholders* (Weber & Marley, 2012; Michelon & Parbonetti,



2012). O foco principal volta-se, portanto, para a redução da assimetria de informação (Jo & Harjoto, 2012; Ashcroft, 2012).

Kolk (2008) descreve que as organizações passaram por momentos de pressão com o seu desenvolvimento, principalmente em empresas que atuam em todo o mundo, haja vista que sua atuação em vários países e setores fez com que aumentasse a imposição de clareza em suas ações, não somente quanto às ações financeiras, mas aquelas relacionadas à divulgação de suas políticas de governança corporativa, o que inclui a exposição de questões éticas e de sustentabilidade, abrangendo assim, as questões ambientais e sociais (Kolk, 2008).

Pautado nestas considerações, os aspectos que interligam os conceitos, nesta proposta, são analisados a partir da relação entre a caracterização do CA com os demais envolvidos nas relações organizacionais e com o mercado (Haunschild, 1993; Carpentel & Westphal, 2001). Nessa perspectiva, o interesse está em verificar a relação entre a composição do conselho e a divulgação dos resultados sobre a sustentabilidade. A relação entre essas partes é também analisada a partir das experiências dos conselheiros e da sua relação de confiança para com o mercado (Carpentel & Westphal, 2001; Bouwman, 2011).

Ferreira (2004) afirma que as pesquisas que promovem o acompanhamento da rentabilidade dos fundos de Investimento Socialmente Responsáveis (SRI) têm uma tendência de comprovar a boa governança corporativa, a responsabilidade social e o retorno (valorização das ações). Porém, o autor destaca que quantificar essas boas ações da governança corporativa ainda é difícil para os pesquisadores, pelo fato de que os métodos científicos que possibilitam uma demonstração quantitativa ainda dependem de considerações subjetivas e carregadas de premissas dos gestores. Mecanismos de governança corporativa interna favorecem os interesses dos acionistas e outros *stakeholders*, haja vista que estes mecanismos, tais como a dualidade do cargo de CEO, o tamanho do conselho e a frequência de reuniões podem gerar maior cuidado da organização em relação à responsabilidade social corporativa (Jizi et al., 2014).

A partir da contextualização apresentada neste artigo, pretende-se discutir e contribuir para a análise da relação entre os aspectos relacionados à governança corporativa, pautado nas características do conselho de administração, e a sustentabilidade, a partir da divulgação dos dados das empresas listadas em bolsa. Portanto, elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: Quais características do conselho de administração influenciam a divulgação de práticas de sustentabilidade de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA? O estudo tem como objetivo analisar a relação entre as características do conselho de administração e a divulgação da sustentabilidade.

Desta forma, se destaca a lacuna de pesquisa, que consiste na importância de estudos empíricos sobre a divulgação da sustentabilidade, produzindo, assim, uma literatura mais completa, podendo ser constatado se diversas características do conselho de administração podem apresentar-se associadas à exposição das questões sustentáveis pelas organizações. Este trabalho complementa o que foi tratado por Gray, Kouhy e Lavers (1995).

Como contribuição, este estudo permite identificar quais características do CA estão mais presentes em empresas que apresentam maior divulgação de suas ações de responsabilidade social. Destaca-se que algumas características listadas neste estudo são fundamentalmente importantes para explicar esta relação, sendo elas o tamanho do conselho, proporção de conselheiros independentes e a ocorrência do *Board Interlocking* (BI). Assim, torna-se importante para as empresas, no momento de compor o seu conselho, analisar estas características buscando melhores resultados frente ao mercado quanto à confiabilidade das informações.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Responsabilidade Social Corporativa e Governança Corporativa

A Responsabilidade Social, para Ferreira (2004), pode ser entendida como um conjunto de ações desenvolvidas pela empresa que afetam todos os seus *stakeholders*. Especificamente, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) é entendida a partir das escolhas que as empresas fazem no que diz respeito ao seu modo de operar dentro dos padrões sociais, políticos, legais e éticos no ambiente em que estão inseridas. A RSC deve estar incorporada à estratégia das empresas a partir de suas propostas de valor aos seus clientes, trabalhadores, fornecedores, acionistas ou outros que sejam chave para seus negócios, para assim garantir as ações e seu desenvolvimento (Devinney, Schwalbach & Williams, 2013).

Dentro do Conceito de Responsabilidade Social e Corporativa, tem-se imbricado o conceito de sustentabilidade. Hart e Milstein (2003) consideram que a conceituação de sustentabilidade provoca o desenvolvimento de forma sustentável. Esta condição faz despontar duas suposições sobre a sustentabilidade empresarial: (a) é sinônimo de desenvolvimento sustentável; e (b) a organização sustentável encontrar-se-á somente se admitir e implementar temas relacionados a questões ambientais e sociais ao seu planejamento estratégico (Aras & Crowther, 2008). Os autores também descrevem que as responsabilidades relacionadas à sustentabilidade são relevantes para a sociedade e para a organização. Para a sociedade, de uma forma abrangente, e para a organização, dentro de seus limites (Asif, 2011).

A sustentabilidade empresarial é uma definição ativa e suas prioridades ambientais, econômicas e sociais estão em constante mudança devido o contexto das organizações (Asif, 2011). Para Marrewijk e Werre (2003, 95-96), “um intenso debate tem ocorrido entre os acadêmicos, consultores e executivos de empresas, resultando em muitas definições de uma forma mais humana, mais ética e uma forma mais transparente de fazer negócios”. Dessa forma, os conceitos podem sofrer alterações de concepções constantes.

Essas alterações podem ser provenientes de propósitos internos e externos da organização, principalmente relacionados aos recursos utilizados, expostos a circunstâncias políticas, normas governamentais, opositores, escassez de recursos, dentre outros (Groot, 2002). Outra condição de mudança nos conceitos, verificado por Mitchell *et al.* (1997), é a ágil mudança dentro das organizações, necessitando a urgência na legitimidade e poder dentro delas. Um terceiro fator exposto por Asif (2011) está relacionado a diversificação das atividades das empresas, sendo necessário mudanças e, por consequência, adaptações em tratamentos relacionados à sustentabilidade.

De acordo com Schwartz e Carroll (2003), a sustentabilidade empresarial demanda atenção no tripé: ambiental, social e econômica. Estas áreas devem estar em perfeito equilíbrio, não devendo uma sobrepor a outra, sendo que se isso acontecer, pode refletir na instabilidade e, em consequência, dificuldades para a gestão das empresas (Schwartz & Carroll, 2003).

A área ambiental pode levar as organizações a considerar que suas atividades estão impactando no ambiente no qual a organização está inserida, alterando, assim, sua forma de agir, auxiliando a inserção da administração integrada no cotidiano de trabalho das organizações (Spangenberg & Bonniot, 1998). Marrewijk e Werre (2003) apontam que na prática esta preocupação reduz os efeitos ambientais negativos por intermédio de monitoramento, integração de tecnologia no processo, análise de ciclo de vida dos produtos e administração integrada da cadeia de produção.





A área social traduz-se na qualidade de vida dos seres humanos, compreendendo o ambiente externo e interno da organização. Esta área é fundamentada na qualidade de vida do empregado e, em consequência, da sociedade. A medição desta área pode ser realizada por diversos parâmetros, conforme cada organização, porém, algumas são habituais a todas as organizações, tais como: horas de trabalho coerente, ambiente de trabalho saudável e seguro, compensação financeira justa, não utilização de mão de obra infantil e trabalho escravo, respeito aos direitos humanos, tratamento justo para com os trabalhadores, dentre outras (Spangenberg & Bonniot, 1998).

A terceira área, econômica, engloba as atividades informais além da economia formal, atendendo os indivíduos, adicionando renda financeira e melhorando o seu padrão de vida. O lucro obtido pela organização e proveniente da produção de bens e serviços atende às necessidades humanas, além da geração de renda para proprietários, gestores e empregados. O retorno financeiro da organização espelha a satisfação dos consumidores de seus bens e serviços, assim como a competência da organização em gerir seu capital, recursos naturais, conhecimento e mão de obra (Spangenberg & Bonniot, 1998). Conforme exposto por Schwartz e Carroll (2003), as três áreas devem estar em perfeito equilíbrio, formando, assim, o tripé da sustentabilidade empresarial.

Ainda em relação à definição de RSC, Dahlsrud (2008) fez um extenso estudo sobre trinta e sete definições encontradas sobre essa temática a partir de 27 autores. Ele chegou a conclusão de que, embora existam muitas definições e que falta um tratamento universal ao termo, elas constantemente se referem a cinco dimensões, sendo elas a ambiental, social, econômica, voluntariedade e *stakeholders*.

O autor explica que as três primeiras são apenas diferentes categorias de impactos de forma distinta no negócio. Além disso, a distinção é útil uma vez que diferentes conjuntos de ferramentas devem ser usadas na análise e gestão para verificar os impactos das ações das empresas nos âmbitos sociais, ambientais e econômicos dos negócios. Já a dimensão voluntariedade implica que o negócio deve ir além dos requisitos regulamentares no que se refere à RSC, pois o que é obrigatório define apenas o nível mínimo de desempenho considerado aceitável. Já na dimensão dos *stakeholders* as definições se referem ao nível de envolvimento das empresas com os seus funcionários, fornecedores, clientes e comunidades. Busca compreender, também, como devem ser tratados todos aqueles que de alguma forma interagem com a empresa.

Essa relação pode ser explicada por meio da teoria dos *stakeholders*. Para Freeman (1984), o conceito é entendido como sendo um grupo ou uma pessoa que tem relacionamento com uma determinada empresa, que influencia ou é influenciado pelo alcance dos objetivos. Clarkson (1995) apresentou um entendimento mais abrangente, afirmando que o termo *stakeholder* se refere a todos aqueles que têm ou buscam possuir direitos ou interesses em uma determinada empresa, podendo estar relacionado a atividades do presente, futuro ou passado.

A teoria dos *stakeholders* pode ser entendida a partir de três perspectivas. A primeira é descritiva, uma vez que apresenta um modelo e descreve o que é organização, tanto no ambiente interno, quanto no externo. A segunda é instrumental, por apresentar uma estrutura analítica para verificar as relações entre a prática dos *stakeholders* e a obtenção de resultados, ou seja, é utilizada como uma ferramenta de gestão. A terceira é a normativa, pois define o padrão de comportamento da organização perante os envolvidos, assim, reconhece o interesse de todos eles (Donaldson & Preston, 1995).



Nesse caso, tem-se como argumentação central para essa teoria que os administradores, gestores ou conselheiros devem tomar suas decisões levando em consideração os interesses de todos os grupos envolvidos, tanto os primários (acionistas e credores) como os secundários (comunidades, funcionários, fornecedores, entre outros) (Rezende, Nunes & Portela, 2008).

Nesse caso, o objetivo é gerenciar o ambiente de negócio de modo ativo, promovendo os diferentes interesses. Um aspecto importante é o estabelecimento de uma base que se analisa a relação entre os grupos ou pessoas e as organizações (Silveira, Yoshinaga & Borba, 2005). Ainda, a partir dessa teoria, observou-se um aumento quanto a existência da responsabilidade social das empresas, bem como das suas práticas de divulgação social e ambiental para a sociedade de uma forma geral (Freeman & Macvea, 2000).

Dentro desta perspectiva, a governança corporativa, segundo o IBGC (2012), preocupa-se em criar um conjunto eficiente de mecanismos, que ao mesmo tempo possa incentivar, mas também controlar, o comportamento dos gestores, a fim de que estes ajam sempre alinhados aos interesses da empresa. Nesse caso envolve os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.

Conceitualmente, a governança corporativa (GC) foi descrita como o conjunto de processos, costumes, políticas, leis e instituições que afetam a maneira pela qual uma empresa é dirigida, administrada ou controlada (Gill, 2008). Dentro dessa perspectiva, a GC significa reduzir a assimetria de informação entre a empresa e os diversos atores envolvidos, como acionistas, credores, fornecedores e empregados.

Essa maior transparência vinda da GC pode levar à redução do custo de capital, pois os credores terão maior credibilidade nos dados da empresa. Por sua vez, os acionistas poderão investir mais se identificarem que os gestores não agirão em benefício próprio (Vieira & Mendes, 2006).

A governança corporativa, fazendo uma referência de seu conceito com a responsabilidade social, pode ser considerada como um ambiente de confiança, ética e valores morais - como um esforço sinérgico de todos os componentes da sociedade - incluindo o governo, serviço profissional, fornecedores, dentre outros (Aras & Crowther, 2008).

## 2.2 Construção das Hipóteses

O conselho de administração é um dos principais mecanismos de governança corporativa, pois auxilia o monitoramento da gestão dos administradores, além do estabelecimento das estratégias das empresas (Santos & Silveira, 2007). Para Andrade e Rosseti (2004, p. 127), “as decisões de controle competem ao conselho de administração e as decisões de gestão competem à direção executiva”. Andrade e Rosseti (2004, p. 128) destacam ainda que “a importância dos conselhos como força interna de controle é de tal ordem que não é possível dissociar as expressões governança corporativa e conselho de administração”.

Destaca-se que como parte da Governança Corporativa, como apontado por Silveira, Barros e Famá (2003), o CA deve ser composto por uma maioria de membros externos – não executivos – na companhia. Isso porque, a ideia do CA é verificar e monitorar a gestão da empresa e não atuar como mecanismo de defesa para os gestores. Desse modo, cabe ao CA controlar a alta gestão, em que as empresas com conselhos mais independentes tenderiam a ter melhores resultados e maior criação de valor para o acionista (Silveira, 2004).

Michelon e Parbonetti (2012) indicam que a boa governança corporativa e a divulgação da sustentabilidade podem ser vistas como mecanismos complementares de



legitimidade que as empresas usam para dialogar com as partes interessadas. Especificamente, afirmam que, como as políticas de divulgação emanam do conselho de administração, a divulgação da sustentabilidade poderia ser uma função dos atributos do conselho.

A divulgação da sustentabilidade tem como propósito a exposição da responsabilidade social da organização perante seus *stakeholders*, assim, pode ser considerada como uma ampliação das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas organizações, visando, com isso, a redução da assimetria informacional para com todos os *stakeholders* (Jo & Harjoto, 2012; Ashcroft, 2012).

Jizi *et al.* (2014) examinaram o impacto da governança corporativa, com particular referência ao papel do conselho de administração, na qualidade da RSC em relatórios anuais divulgados pelos bancos após a crise *sub-prime* hipotecária nos EUA. Eles usaram em uma amostra de grandes bancos comerciais norte-americanos, para o período 2009-2011, variáveis para as características do comitê de auditoria, frequência de reunião do conselho, lucratividade, tamanho e risco. Os achados apontaram que as características independência e tamanho do conselho de administração estavam relacionadas positivamente com a RSC, indicando que estes mecanismos de governança corporativa interna favoreciam os interesses de acionistas e outros *stakeholders*. O resultado para a dualidade de CEO também apresentou relação positiva, apontando que os CEOs podem promover a transparência sobre as atividades de responsabilidade social para seus benefícios privados.

Estudo de Aguilera *et al.* (2006) buscou verificar as principais diferenças entre o Reino Unido e os Estados Unidos na importância atribuída às responsabilidades sociais das organizações e seu reflexo nas diferenças dos arranjos de governança corporativa nesses dois países. Especificamente, analisaram o papel de um tipo saliente de proprietário no Reino Unido e nos Estados Unidos, os investidores institucionais, e enfatizaram ações de responsabilidade corporativa das organizações. Concluíram que a diferença entre o volume de informações divulgado pelas organizações nestes países se devia aos mecanismos de governança corporativa de cada um deles, tais como: tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração e dualidade do cargo de CEO e presidente do conselho de administração.

No Brasil, Bomfim, Teixeira e Monte (2015) investigaram em empresas nacionais a relação entre o *disclosure* da sustentabilidade e algumas características de governança corporativa nas organizações brasileiras de capital aberto. A análise teve como base 76 empresas listadas no IBRX-100 da BM&FBovespa que foram acompanhadas no período de 2009 a 2011. Os resultados encontrados demonstram que algumas variáveis, tais como a administração familiar, a idade da companhia, a influência da comunidade, a presença de um comitê de sustentabilidade, o tamanho e o desempenho apresentam efeito positivo na evidencição da sustentabilidade.

Conforme discorrem Salotti e Yamamoto (2005), o número de conselheiros no conselho de administração influencia a divulgação de informações relevantes da organização para seus *stakeholders*. Para Hsu e Petchakulwong (2010), um número maior de conselheiros é favorável a um melhor desempenho e eficiência da empresa, gerando maior conhecimento e experiência, sendo disseminada tal situação nas informações que a empresa repassa a terceiros. Patten (1991) e Domench (2003) discorrem que um número maior de conselheiros tende a ser favorável à divulgação das ações pela organização.

Desta forma, pode-se inferir que o tamanho do conselho de administração ajuda a explicar a divulgação da sustentabilidade pelas organizações. Estabelece-se, assim, a hipótese 1 da pesquisa:





*H<sub>1</sub>: O tamanho do conselho de administração está positivamente associado com a divulgação da sustentabilidade nas organizações.*

Haunschild (1993) e Bouwman (2011) destacam que o número de reuniões do CA fornece um cenário propício à disseminação do conhecimento e experiências entre os conselheiros e, em consequência, uma maior divulgação das ações realizadas pela organização. Carpentel e Westphal (2001) relacionam que quanto maior a frequência das reuniões dos conselheiros, maior é a divulgação das informações da organização, sejam elas financeiras, econômicas ou estratégicas.

Michelon e Parbonetti (2012) descrevem que as políticas de divulgação das informações das organizações provêm do conselho de administração e que nos encontros dos conselheiros são definidas estas políticas. Deste modo, com o intuito de averiguar a influência das reuniões na divulgação da sustentabilidade das organizações, formulou-se a hipótese 2:

*H<sub>2</sub>: O número de reuniões anuais do conselho de administração está positivamente associado com a divulgação da sustentabilidade nas organizações.*

Conselheiros independentes são indivíduos que participam do CA, mas que não possuem relação empregatícia com a organização. Tais conselheiros são aptos a trabalharem livremente e não estão suscetíveis à influência de partes interessadas somente nos resultados da organização, sendo suas ações voltadas para atender a todos os *stakeholders* envolvidos com a organização (Hsu & Petchsakulwong, 2010),

Quando conselheiros independentes fazem parte do CA o esperado quanto à divulgação de informações das organizações é um aumento na quantidade e qualidade, haja vista que estes conselheiros têm suas ações voltadas para a divulgação em todos os níveis de interesse (Eng & Mak, 2003). Estudos já realizados concluíram que existe uma relação positiva entre a proporção de diretores independentes e a divulgação de informações das organizações (Chen & Jaggi, 2000; Michelin & Parbonetti, 2012). Em vista disso, elaborou-se a hipótese 3 de pesquisa:

*H<sub>3</sub>: A proporção de conselheiros independentes no CA está positivamente associada à divulgação da sustentabilidade nas organizações.*

A dualidade do cargo de CEO e Presidente do CA já foi estudada quanto à sua influência na divulgação de informações empresariais (Ho & Wong, 2001; Cheng & Courtenay, 2006). Para Ho e Wong (2001), o CEO, por sua posição, tende a não realizar todas as divulgações possíveis, haja vista que tem como princípio o seu próprio benefício. Para isso, muitas vezes tende a ocultar informações importantes dos *stakeholders* da organização. Assim, a posição de CEO é determinante para a divulgação das informações, mesmo que este indivíduo seja o Presidente do CA (Ho & Wong, 2001).

Gul e Leung (2004) descrevem que o presidente do CA deve primar pela divulgação de todas as informações disponíveis para terceiros, pois o CA, como um todo, tem como um dos objetivos a proteção dos *stakeholders*. Contudo, os autores indicam que quando o cargo de presidente do CA é exercido pelo CEO da organização, a vontade deste último supera o esperado pelo cargo de presidente do CA. Deste modo, se expõe a quarta hipótese de pesquisa:



*H<sub>4</sub>: A dualidade de cargo de CEO e Presidente do CA está negativamente associada à divulgação da sustentabilidade nas organizações.*

Quando um ou mais conselheiros ou diretores de uma organização A participam ao mesmo tempo no conselho de outra organização B ou em mais organizações, ou ainda, quando um conselheiro da organização X e outro da organização Y participam concomitantemente em uma terceira organização Z, é verificada a ocorrência de ligações entre organizações por meio do CA, o que a literatura denomina de *Board Interlocking* (BI) (Pennings, 1980; Mizruchi, 1996; Fich & White, 2005). A ocorrência do BI pode ser um fator preponderante para o gestor em sua tomada de decisão, de considerar as propensões de seus *stakeholders*, tanto para crescimento econômico e financeiro, quanto para questões relacionadas com a sustentabilidade (Dooley, 1969). Assim, em organizações em que o seu conselho de administração pratica o BI, pode haver maior propensão de evidenciação das informações da empresa, haja vista que essa maior evidenciação serve como ferramenta de reconhecimento das ações realizadas pela organização. Destarte, é desenvolvida a quinta hipótese de pesquisa:

*H<sub>5</sub>: A ocorrência do BI está positivamente associada à divulgação da sustentabilidade nas organizações.*

### 3 ASPECTOS METODOLÓGICOS DA PESQUISA

A população da pesquisa foi composta por todas as empresas listadas na BM&FBovespa. A amostra contempla as empresas que divulgaram o relatório de sustentabilidade pelo padrão do modelo internacional GRI, entre os anos de 2012 a 2015, totalizando 123 empresas listadas.

Cabe ressaltar que só foram incluídos os dados de um relatório de sustentabilidade por empresa, sendo utilizado o mais recente dentre o período de análise. No estudo foi utilizado um *checklist* para determinar se os itens divulgados pelas organizações estavam consoantes com os requisitos do modelo GRI. Os requisitos foram divididos em 10 grupos, possuindo 123 indicadores, conforme demonstra a Tabela 1.

**Tabela 1 – Grupos de requisitos e número de indicadores do modelo GRI**

Grupos	Número de Indicadores
Perfil Organizacional	10
Estratégia e Análise	2
Perfil do Relatório	13
Governança, Compromisso e Engajamento	17
Desempenho Econômico	9
Desempenho Ambiental	30
Práticas Trabalhistas e Trabalho Decente	14
Direitos Humanos	9
Sociedade	9
Responsabilidade sobre o Produto	9
<b>Total</b>	<b>123</b>

Fonte: GRI (1997).

Para averiguar a concordância dos relatórios de sustentabilidade em relação ao modelo GRI foi fixada uma equivalência para cada indicador: zero para os indicadores que se encontravam no *checklist*, mas que não foram evidenciados nos relatórios de sustentabilidade;





0,5 para os itens evidenciados parcialmente; e 1 para os itens evidenciados totalmente nos relatórios de sustentabilidade.

As variáveis independentes das características do Conselho de Administração (CA) utilizadas no estudo foram: tamanho, número de reuniões anuais do conselho, independência, dualidade do cargo de CEO e Presidente do CA e ocorrência de *board interlocking* no CA. Para a operacionalização destas variáveis foram coletados os dados provenientes do Formulário de Referência do mesmo ano de divulgação do relatório de sustentabilidade. Também foram utilizadas variáveis de controle: tamanho da empresa, se eram auditadas por uma firma de auditoria *big four* e setor. Quanto à indicação de quais organizações realizam a divulgação, alguns estudos apontam que as de maior tamanho são as que mais divulgam estes relatórios, bem como são os relatórios com melhor qualidade nas informações divulgadas (Hackston & Milne, 1996; Domench, 2003; Archel, Fernández & Larrinaga, 2008). Esta condição pode ser justificada por dois motivos: a) grandes organizações devem cumprir obrigações legais associadas à sua atividade, sendo uma delas a obrigatoriedade de informar suas questões sociais e ambientais (Tilt, 1994; Wilmshurst & Frost, 2000); b) também são as mais expostas e sujeitas a pressões públicas quanto a comunicação de sua questão social e ambiental (Patten, 1991; Bansal, 2005).

Outra particularidade específica também traz diferenças significativas na quantidade e qualidade das informações divulgadas, o setor de atividade da organização (Deegan & Gordon, 1996; Kolk, 2004). Isso se deve ao fato do cumprimento obrigatório quanto a legislação de cada setor, sendo as de maior impacto exigida uma maior divulgação. Contudo, Kolk (2008) destaca que setores com menor impacto ambiental, tais como setor de comunicação e financeiro, estão aumentando sua divulgação, objetivando maior transparência de suas ações.

A Tabela 2 descreve as variáveis independentes e de controle, sua mensuração e autores que as sustentam.

**Tabela 2 – Variáveis da caracterização do conselho de administração**

Variáveis	Mensuração	Autores
Tamanho do CA (TAMCON)	Número de conselheiros efetivos de cada CA	Patten (1991) Domench (2003) Salotti e Yamamoto (2005)
Número de reuniões anuais do CA (REUN)	Quantidade de reuniões do CA nos últimos 12 meses	Haunschild (1993) Carpentel e Westphal (2001) Bouwman (2011)
Independência do CA (IND)	Número de membros independentes dividido pelo total de membros do conselho	Chen e Jaggi (2000) Eng e Mak (2003) Michelon e Parbonetti (2012)
Dualidade do Cargo de CEO e Presidente do CA (DUA)	Dummy: Atribui-se 1 para empresa em que o cargo de CEO e Presidente do conselho é ocupado pela mesma pessoa e 0 caso contrário	Ho e Wong (2001) Gul e Leung (2004) Cheg e Courtenay (2006)
<i>Board Interlocking</i> (BI)	Valor numérico indicando quantos laços cada empresa possui	Dooley (1969) Pennings (1980) Mizruchi (1996) Fich e White (2005)
Tamanho da empresa (TAM)	<i>Log</i> do Ativo Total	Dooley (1969) Davison, Stening e Way (1984) Mizruchi (1996)
Firma de Auditoria <i>Big Four</i>	Dummy: Atribuiu-se 1 para	Dooley (1969)



(BIGFOUR)	firmas <i>big four</i> e 0 para firmas não <i>big four</i> .	Davison, Stening e Way (1984)
Setor	Dummies de setor	Silveira, Barros e Famá (2003) Silveira et al. (2004)

Fonte: Elaborado pelos autores.

A partir das variáveis dependentes (divulgação da sustentabilidade) e independentes (características do conselho de administração), foi verificada a relação entre elas por meio de regressão OLS com efeitos fixos de setor. Antes da regressão foram analisados os pressupostos de análise multivariada, como a identificação da existência de autocorrelação, homocedasticidade, multicolinearidade e normalidade, conforme sugerem Hair et al. (2009) e Fávero et al. (2009), sendo aceitos os preceitos da regressão. A equação geral aplicada ao estudo pode ser descrita da seguinte maneira:

$$GRI_{it} = \beta_0 + \beta_1 TAMCON_{it} + \beta_2 REUN_{it} + \beta_3 IND_{it} - \beta_4 DUA_{it} + \beta_5 BI_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 BIGFOUR_{it} + \sum Efeito\ fixo\_Setor + \varepsilon_{it}$$

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados obtidos a partir da pesquisa realizada e está dividida em duas subseções. A primeira subseção refere-se à análise descritiva das variáveis e a segunda contempla a análise multivariada, formada pelos pressupostos da regressão e análise da regressão linear múltipla.

### 4.1 Análise descritiva das variáveis

A estatística descritiva das variáveis dependente, independentes e de controle para as 123 empresas que, entre 2012 e 2015, emitiram o relatório de sustentabilidade, é apresentada na Tabela 3.

**Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis**

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Moda	Mediana	Desvio Padrão
Dependente						
GRI	95,74	50	123	99	99	14,17
Independentes						
TAMCON	6,68	2	15	5	6	2,70
REUN	7,21	2	26	4	6	4,05
IND	19,25	0	100	0	10	23,19
DUA	0,13	0	1	0	0	0,34
BI	6,84	0	31	4	4,95	0,39
Controle						
TAM	9,07	3,69	11,83	9,39	9,39	1,33
BIG	0,83	0	1	1	1	0,37

GRI: Divulgação da Sustentabilidade; TAMCOM: Tamanho do Conselho de Administração; REUN: Número de reuniões anuais do CA; IND: Independência do CA; DUA: Dualidade do Cargo de CEO e Presidente do CA; BI: Número de laços do Board Interlocking; TAM: Tamanho da Empresa; BIG: Auditada por uma Big Four.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados expostos na Tabela 3, relacionados à variável dependente GRI, indicam um valor médio de 95,74 pontos na evidenciação da sustentabilidade das empresas da amostra, com mínimo de 50 e máximo de 123 (pontuação máxima que uma empresa poderia atingir). Assim, considerando a média, combinada com a moda e mediana de 99, pode-se



inferir que as empresas pesquisadas apresentam um resultado satisfatório quanto à quantidade de informações evidenciadas nos relatórios de sustentabilidade. Este resultado confirma o encontrado por Larrinaga et al. (2002) e Kolk (2008), que apontam a implantação de relatórios de sustentabilidade como uma importante ferramenta para a organização exteriorizar suas condições perante a terceiros.

Para a variável independente Tamanho do CA, observa-se que o valor mínimo foi 2, ou seja, existe ao menos uma empresa com apenas 2 conselheiros, enquanto o número máximo foi de 15, resultando em uma média de 6,68, com moda de 5 e mediana de 6. Ressalta-se, com isso, que o número de conselheiros pode ser considerado baixo nas empresas da amostra, haja vista que estão próximos da quantidade mínima indicada pelo IBGC (2012), de 5 conselheiros.

O resultado da variável Reunião do CA, que indica o número de reuniões nos últimos 12 meses, demonstrou a existência de empresas que realizaram apenas duas reuniões anuais. A média de reuniões das empresas foi ligeiramente superior a 7, ou seja, praticamente uma a cada dois meses. Ressalta-se que o resultado da mediana indica que metade das empresas realizou menos de 6 reuniões ao ano. Destaca-se que a frequência de reuniões é de fundamental importância para a propensão de compartilhamento de experiências e conhecimento e, em consequência, maior divulgação das ações realizadas pelas empresas, conforme preconizam Haunschild (1993), Carpentel e Westphal (2001) e Bouwman (2011).

A variável Independência do CA apresentou média de apenas 19,25%. Ainda que existam empresas com todos os membros independentes no CA, o resultado geral da amostra pode ser considerado baixo. Salienta-se ainda que a moda é 0 e a mediana indica que metade das empresas possui independência do CA abaixo dos 10%. Quanto à variável de Dualidade do cargo de CEO e Presidente do CA, os resultados indicam que em apenas 13% das empresas da amostra esta situação é verificada.

Pela Tabela 3, constata-se ainda que 72% das empresas praticavam o BI no momento da divulgação do relatório de sustentabilidade, com uma média de 6,84 laços. Conforme preconiza Dooley (1969), a ocorrência do BI pode ser um fator preponderante quanto à divulgação da sustentabilidade, haja vista que uma maior evidenciação das informações da empresa servirá para reconhecer as ações realizadas pelos gestores.

Quanto à variável de controle Firma de Auditoria *Big Four*, constatou-se que quase 85% das empresas eram auditadas por uma grande firma de auditoria, denominada *bigfour*. Quanto à variável tamanho, observa-se pela estatística descritiva que há certa homogeneidade nas empresas da amostra, esta situação pode ser decorrente do fato de que a amostra tem grande participação de setores específicos, tais como energia elétrica e indústrias de bens de consumo.

## 4.2 Análise multivariada

Para aceitar ou refutar as hipóteses da pesquisa, são apresentados os resultados quanto à relação entre a divulgação de itens do GRI e as características do CA, por intermédio da regressão linear múltipla.

Por meio do teste de Durbin-Watson, identificou-se que as variáveis do estudo apresentaram índices dentro dos parâmetros aceitáveis, não demonstrando, portanto, autocorrelação entre os resíduos. Pelo teste *Variance Inflation Factor* (VIF) verificou-se que há multicolinearidade aceitável, conforme apontam Hair et al. (2009), pois o resultado encontra-se entre 1 e 10. Nos dados também foi verificada ausência de heterocedasticidade, não sendo necessário realizar correções. Quanto à normalidade, julga-se sua existência para a





amostra utilizada, visto o pressuposto de normalidade para amostras acima de 100 observações, conforme descrita no Teorema do Limite Central (TLC) (Gujarati, 2006). Assim, a Tabela 4 apresenta o resultado da estatística multivariada.

**Tabela 4 – Estatística Multivariada**

Variáveis	Sinal	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante	+/-	7,674 (2,608)	8,728 (2,922)	6,905 (2,394)
TAMCON	+	0,367* (0,594)	0,241 (0,187)	
REU	+	0,201 (0,341)	0,198 (0,329)	
IND	+	0,123* (1,132)	-0,008 (-0,337)	
DUA	-	1,027 (0,574)	0,732 (0,199)	
BI	+	3,047* (1,227)		2,067* (0,837)
TAM	+	0,116 (0,097)	0,207 (0,119)	0,196 (0,237)
BIG	+	1,067 (0,346)	0,674 (0,801)	0,874 (0,507)
Efeitos fixos setor		Sim	Sim	Sim
R <sup>2</sup> ajustado		0,309	0,170	0,269
Sig (F)		0,073**	0,374	0,091**
N		123	123	123

\*valores entre parênteses (t-statistic); \* significativo ao nível de 95%. \*\* significativo ao nível de 90%.

GRI: Divulgação da Sustentabilidade; TAMCOM: Tamanho do Conselho de Administração; REUN: Número de reuniões anuais do CA; IND: Independência do CA; DUA: Dualidade do Cargo de CEO e Presidente do CA; BI: Número de laços do Board Interlocking; TAM: Tamanho da Empresa; BIG: Auditada por uma Big Four.

Fonte: dados da pesquisa.

O resultado de R<sup>2</sup> exposto na Tabela 4 é de 0,309, 0,170 e 0,269 para os Modelos 1 a 3, respectivamente, o que significa que as variáveis independentes e as de controle explicam entre 17% a 30% da variabilidade da divulgação da sustentabilidade.

Quanto ao Modelo 1, nota-se, no que se refere aos coeficientes da regressão, que a divulgação da sustentabilidade é influenciada de modo significativo pelas variáveis: tamanho do conselho, independência do CA e BI, considerando para isso coeficientes de significância inferiores a  $\alpha = 5\%$ . O restante das variáveis independentes, bem como as de controle, não revelaram significância estatística.

Quanto à hipótese 1, que estabelece que o tamanho do CA está positivamente associado com a divulgação da sustentabilidade nas organizações, observa-se que quanto maior for o número de conselheiros, maior será a divulgação da sustentabilidade, dessa forma, a hipótese não pode ser rejeitada. Este resultado está de acordo com os obtidos por Patten (1991), Domench (2003) e Salotti e Yamamoto (2005), que indicam que quanto maior o número de conselheiros, maior será a pressão para a organização em divulgar suas ações. Isso demonstra que um número adequado de conselheiros é importante para a divulgação das informações das organizações, neste caso, das informações de sustentabilidade.

A hipótese 2 foi proposta com o intuito de comprovar que o número de reuniões anuais do CA está positivamente associado com a divulgação da sustentabilidade nas organizações. Similarmente à hipótese 1, nota-se uma relação positiva, porém, não significativa, o que leva à rejeição da H<sub>2</sub>. A análise descritiva da variável já dava indícios



desta possibilidade, haja vista o baixo número de reuniões anuais do CA das empresas da amostra, com média de uma reunião a cada dois meses e com mais da metade das empresas com menos de 6 reuniões ao ano. Esta situação pode justificar a não confirmação do resultado esperado por Haunschild (1993), Carpentel e Westphal (2001) e Bouwman (2011), que indicam que a frequência de reuniões é importante para o compartilhamento de experiências e conhecimento, resultando em uma maior divulgação das ações da empresa, neste caso da divulgação da sustentabilidade.

A terceira hipótese previa que a proporção de conselheiros independentes no CA está positivamente associada à divulgação da sustentabilidade nas organizações. O coeficiente beta (0,123) aponta relação positiva e significativa, determinando a não rejeição da hipótese. Este resultado corrobora os achados de Chen e Jaggi (2000) e Michelon e Parbonetti (2012), que indicaram uma relação positiva entre a proporção de diretores independentes e a divulgação da sustentabilidade. Embora esta variável (IND) tenha sido significativa estatisticamente, sua influência econômica não apresenta o mesmo efeito, representando menos de 1% de aumento na divulgação de sustentabilidade (0,123 : 95,74), o que pode estar atrelado ao baixo índice de conselheiros independentes das empresas brasileiras, não chegando a 20%.

A dualidade do cargo de CEO e Presidente do CA foi a quarta hipótese proposta, sendo que esta condição estaria associada negativamente com a divulgação da sustentabilidade nas organizações. Assim com as variáveis do tamanho do CA, número de reuniões e proporção de conselheiros independentes, o resultado desta variável indicou uma influência positiva, mas sem significância, sendo a hipótese 4 rejeitada. Estudos que analisaram tal relação já demonstraram certa inconsistência, com resultados indicando sua não influência para maior divulgação (Ho & Wong, 2001; Cheng & Courtenay, 2006), bem como outros com associação negativa (Gul & Leung, 2004).

A última hipótese sugere que a ocorrência do BI está positivamente associada à divulgação da sustentabilidade nas organizações. O coeficiente beta desta variável foi o mais elevado das variáveis independentes, chegando a 3,047, o que representa um aumento de 3,18% na divulgação do GRI (3,047 : 95,74). Desta forma, a hipótese 5 não pode ser rejeitada. Como 72% das empresas da amostra praticavam o BI no momento da divulgação do relatório de sustentabilidade, o esperado por Dooley (1969), que indica que a esta condição pode ser um fator preponderante quanto a divulgação da sustentabilidade, foi confirmada. Pode-se inferir que a troca de informações e conhecimento entre os conselheiros pode ser um mecanismo aliado na divulgação das informações da organização.

Também foram realizadas outras variações do modelo proposto inicialmente, explícitos na Tabela 4. No Modelo 2 considerou-se apenas as variáveis das características do CA e as variáveis de controle, sem o BI, para o qual obteve-se  $R^2$  ajustado menor do que o Modelo 1, além do modelo não ser significativo. Um terceiro modelo, somente com a variável do BI e as variáveis de controle foi analisado, sendo que seu resultado confirma o exposto no modelo inicial, que indica que o BI influencia positivamente a divulgação da sustentabilidade, confirmando que a formação de laços pelo conselho de administração aumenta a divulgação da sustentabilidade.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre as características do conselho de administração e a divulgação da sustentabilidade das empresas listadas na BM&FBovespa. O estudo foi realizado em 123 relatórios de sustentabilidade divulgados pelas empresas até 2015. Para a análise dos resultados formulou-se cinco hipóteses.



Os resultados sugerem que das cinco características do conselho de administração analisadas no estudo, três delas, tamanho do conselho, proporção de conselheiros independentes e número de laços do *board interlocking* apresentaram influência positiva e significativa na divulgação da sustentabilidade. As demais variáveis, número de reuniões anuais do conselho e dualidade do cargo de CEO e presidente do conselho, apesar da relação positiva com a divulgação da sustentabilidade, não obtiveram significância estatística, sendo assim, rejeitadas as respectivas hipóteses.

Alguns destes resultados, como o número de reuniões e proporção de conselheiros independentes, podem ser explicados pelo indicativo de suas próprias características, tais como o baixo número de reuniões anuais, no caso da primeira. A variável do *board interlocking* se destaca dentre as variáveis, como a que mais influenciou a divulgação da sustentabilidade, o que remete a condição de que o BI, além da disseminação do conhecimento, contribui para melhorar a divulgação das informações das organizações.

Como contribuições do presente estudo, destaca-se a influência do conselho de administração na divulgação da sustentabilidade, o que pode ser um indicador para que órgãos reguladores e organismos voltamos à promoção da sustentabilidade incentivem as empresas a manterem conselhos de administração maiores e mais independentes. Da mesma forma, a troca de informações por meio do *board interlocking* também pode contribuir nesse processo, sendo outro mecanismo a ser incentivado pelos promotores de práticas sustentáveis.

Destaca-se também que a cultura das empresas brasileiras pode influenciar o resultado de algumas variáveis em comparação a outras pesquisas. Como o processo de divulgação da sustentabilidade ainda está em uma fase inicial no Brasil, outros estudos devem ser realizados, com a inserção de novos relatórios de sustentabilidade que vierem a ser divulgados pelas empresas. Para pesquisas futuras também se sugere utilizar outros métodos de evidenciação da divulgação da sustentabilidade, tratamento estatístico por outras ferramentas e incorporação de índices de desempenho econômico e financeiro.

## 6 REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M., & Rupp, D. E. (2006). Corporate governance and social responsibility: A comparative analysis of the UK and the US. *Corporate Governance: an International Review*, 14(3), 147-158.
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2004). Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. Atlas.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Archel, P., Fernández, M., & Larrinaga, C. (2008). The organizational and operational boundaries of triple bottom line reporting: a survey. *Environmental Management*, 41(1), 106-117.
- Ashcroft, P. A. (2012). Extent of environmental disclosure of US and Canadian firms by annual report location. *Advances in Accounting*, 28(2), 279-292.
- Asif, M., Searcy, C., Zutshi, A., & Fisscher, O. A. (2013). An integrated management systems approach to corporate social responsibility. *Journal of Cleaner Production*, 56, 7-17.
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197-218.





- Bomfim, E. T. D., Teixeira, W. D. S., & Monte, P. A. D. (2015). Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: Um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(1), 6-28.
- Bouwman, C. H. (2011). Corporate governance propagation through overlapping directors. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2358-2394.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4), 639-660.
- De Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3), 19-32.
- Chen, C. J., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public policy*, 19(4-5), 285-310.
- Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262-289.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.
- Davison, A. G., Stening, B. W., & Wai, W. T. (1984). Auditor concentration and the impact of interlocking directorates. *Journal of Accounting Research*, 22(1), 313-317.
- Deegan, C., & Gordon, B. (1996). A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research*, 26(3), 187-199.
- Devinney, T. M., Schwalbach, J., & Williams, C. A. (2013). Corporate social responsibility and corporate governance: Comparative perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 413-419.
- Domench, P. A. (2003). La divulgación de la información social y medioambiental de la gran empresa española en el período 1994–1998: situación actual y perspectivas. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 32(117), 571-601.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Dooley, P. C. (1969). The interlocking directorate. *The American Economic Review*, 59(3), 314-323.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Fávero, L. P., Belfiore, P. P., Silva, F. L. da, & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fich, E., & White, L. J. (2003). CEO compensation and turnover: The effects of mutually interlocked boards. *Wake Forest L. Rev.*, 38, 935.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.
- Gill, A. (2008). Corporate governance as social responsibility: A research agenda. *Berkeley J. Int'l L.*, 26, 452.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.



- Groot, I. D. (2002). *Measurement of sustainability in coffee and cocoa*. Institute for Sustainable Commodities, Utrecht: ISCOM.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1), 77-108.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise Multivariada de Dados*. Bookman Editora.
- Hart, S. L., & Milstein, M. B. (2003). Creating sustainable value. *The Academy of Management Executive*, 17(2), 56-67.
- Haunschild, P. R. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative Science Quarterly*, 564-592.
- Ho, S. S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Hsu, W. Y., & Petchsakulwong, P. (2010). The impact of corporate governance on the efficiency performance of the Thai non-life insurance industry. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 35(1), S28-S49.
- IBGC - Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. (2017). Governança Corporativa. 2012. Recuperado em 18 dez. 2017, de <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>.
- 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.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53-72.
- Kolk, A. (2004). A decade of sustainability reporting: developments and significance. *International Journal of Environment and Sustainable Development*, 3(1), 51-64.
- Kolk, A. (2008). Sustainability, accountability and corporate governance: exploring multinationals' reporting practices. *Business Strategy and the Environment*, 17(1), 1-15.
- Larrinaga, C., Carrasco, F., Correa, C., Llena, F., & Moneva, J. (2002). Accountability and accounting regulation: the case of the Spanish environmental disclosure standard. *European Accounting Review*, 11(4), 723-740.
- Marrewijk, M. V., & Werre, M. (2003). Multiple levels of corporate sustainability. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 107-119.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, 16(3), 477-509.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Mizruchi, M. S. (1990). Cohesion, structural equivalence, and similarity of behavior: An approach to the study of corporate political power. *Sociological Theory*, 8(1), 16-32.
- Patten, D. M. (1991). Exposure, legitimacy, and social disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 10(4), 297-308.
- Pennings, J. M. (1980). *Interlocking directorates*. Jossey-Bass Inc Pub.



- Rezende, Antunes C. R., Goldner Nunes, J., & Salles Portela, S. (2008). Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 2(1), 71-93.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 53-70.
- Sehwartz, C. A. B., & Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: a three-domain approach. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 503-530.
- Santos, R. L., & Di Miceli da Silveira, A. (2007). Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Revista Brasileira de Finanças*, 5(2), 125-163.
- Silveira, A. D. M. D. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Doctoral Dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brazil.
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Silveira, A. D. M., Yoshinaga, C. E., & Borba, P. D. R. F. (2005). Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. *REGE Revista de Gestão*, 12(1), 33-42.
- Spangenberg, J. H. & Bonniot (1998). Odile. Indicators for sustainable development. *Wuppertal Paper*, v. 82, p. 1-34 Wuppertal Institute, Wuppertal (BDR).
- Tilt, C. A. (1994). The influence of external pressure groups on corporate social disclosure: some empirical evidence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 7(4), 47-72.
- Vieira, S. P., & Mendes, A. G. S. T. (2005). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista Organizações em Contexto*, 2(3), 48-67.
- Weber, J., & Marley, K. A. (2012). In search of stakeholder salience: Exploring corporate social and sustainability reports. *Business & Society*, 51(4), 626-649.
- Wilmshurst, T. D., & Frost, G. R. (2000). Corporate environmental reporting: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13(1), 10-26.