

# **Governança corporativa e evidenciação de custos e informações ambientais de empresas brasileiras listadas na bolsa de valores**

**Fabricia Silva da Rosa** (FURB) - fabriciasrosa@hotmail.com

**Vitor Paulo Rigo** (FURB) - vprigo@gmail.com

## **Resumo:**

*O estudo objetiva verificar a influência dos aspectos da Governança Corporativa na evidenciação de custos e informações ambientais das empresas listadas no segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa. A Teoria da Divulgação ampara este estudo, especificamente por preconizar entre outras, o julgamento dos interesses da organização no momento da decisão de evidenciar informações. A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, sendo realizada por meio de investigação documental e abordagem quantitativa do problema, sendo analisadas 63 empresas. A coleta de dados foi realizada nos relatórios anuais divulgados nos anos de 2010 e 2011 para estabelecer a evidenciação por meio da análise de conteúdo e junto aos formulários de referência para acessar os dados relativos à Governança Corporativa. Os dados relacionados aos impactos dos processos produtivos, promoção de ações de conscientização e a divulgação das parcerias em projetos ambientais foram as informações mais recorrentes, e os menores índices de evidenciação ambiental foram percebidos nas categorias prevenção, comunicação e sanções, e não foram identificadas informações sobre custos ambientais. Por fim, identificou-se que dentre os aspectos da Governança Corporativa, apenas o tamanho do conselho mostrou-se capaz de demonstrar influência na evidenciação de aspectos relacionados a Impactos; Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias, mas nenhum aspecto da Governança Corporativa pode ser relacionado com Custos Ambientais pela ausência de informações nos relatórios anuais das empresas analisadas.*

**Palavras-chave:** Custos ambientais. Governança Corporativa. Evidenciação

**Área temática:** Abordagens contemporâneas de custos

## **Governança corporativa e evidenciação de custos e informações ambientais de empresas brasileiras listadas na bolsa de valores**

### **Resumo**

O estudo objetiva verificar a influência dos aspectos da Governança Corporativa na evidenciação de custos e informações ambientais das empresas listadas no segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa. A Teoria da Divulgação ampara este estudo, especificamente por preconizar entre outras, o julgamento dos interesses da organização no momento da decisão de evidenciar informações. A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, sendo realizada por meio de investigação documental e abordagem quantitativa do problema, sendo analisadas 63 empresas. A coleta de dados foi realizada nos relatórios anuais divulgados nos anos de 2010 e 2011 para estabelecer a evidenciação por meio da análise de conteúdo e junto aos formulários de referência para acessar os dados relativos à Governança Corporativa. Os dados relacionados aos impactos dos processos produtivos, promoção de ações de conscientização e a divulgação das parcerias em projetos ambientais foram as informações mais recorrentes, e os menores índices de evidenciação ambiental foram percebidos nas categorias prevenção, comunicação e sanções, e não foram identificadas informações sobre custos ambientais. Por fim, identificou-se que dentre os aspectos da Governança Corporativa, apenas o tamanho do conselho mostrou-se capaz de demonstrar influência na evidenciação de aspectos relacionados a Impactos; Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias, mas nenhum aspecto da Governança Corporativa pode ser relacionado com Custos Ambientais pela ausência de informações nos relatórios anuais das empresas analisadas.

Palavras-chave: Custos ambientais. Governança Corporativa. Evidenciação.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

### **1 Introdução**

A interação entre a sociedade e o ambiente natural é uma das principais discussões da atualidade nos mais diversos segmentos. Dentre as variadas temáticas discutidas nesse campo, pode-se apontar a preocupação inerente à relação entre a produção de bens de consumo e o custo ambiental proporcionado.

O fato pode ser creditado a maior preocupação dos diferentes segmentos sociais em relação ao tema ambiental, onde se questiona o custo benefício das ações de produção. Por isso, as organizações empresariais enfrentam o desafio de atribuir maior importância ao ambiente natural ao qual estão inseridas e ao mesmo tempo manter a sua capacidade de crescimento e expansão dos negócios (HALME; MORTEN, 1997).

O modelo da estrutura de capital, o tamanho e a abrangência cada vez maior das corporações, provoca aumento do interesse público pelas suas ações, dentre elas o desempenho ambiental. Por isso, é importante para as organizações considerarem seus efeitos sobre o meio ambiente e ainda divulgar os resultados a um amplo grupo de interessados que podem sentir-se potencialmente afetados, como os colaboradores, clientes, a comunidade onde a empresa se localiza, órgãos reguladores, acionistas, associações de defesa do meio ambiente e o público em geral (RAO; LESTER, 2012).

Rao e Lester (2012) argumentam ainda que ao divulgar informações relacionadas ao desempenho ambiental, a empresa possui dois benefícios diretos que são o apoio dos

*stakeholders* e a avaliação dos possíveis riscos envolvidos na realização de suas operações, de modo a reduzir o impacto ambiental causado pelo ciclo operacional de produção.

Admitida a relevância da divulgação ambiental no contexto moderno, este estudo procura inserir na discussão a Governança Corporativa. A partir da análise da estrutura de Governança Corporativa das organizações, pretende-se verificar se os aspectos específicos da Governança Corporativa no Brasil influenciam a divulgação das informações ambientais.

Htay, Rashid, Adnan e Merra (2012) consideram a Governança Corporativa fundamental no ambiente dos negócios em virtude de possuir no seu bojo, a proposta conceitual e prática de transparência e divulgação das informações organizacionais, ou seja, permitir que os interessados e a sociedade de maneira geral conheçam as práticas e comportamentos empresariais de modo a conferir legitimidade das ações de produção e geração de riqueza de determinado empreendimento.

Acredita-se que eficiência das estruturas de Governança Corporativa pode ser um indicativo promotor da qualidade da divulgação de informações ambientais. Pois, empresas preocupadas em adequar seus processos aos aspectos da Governança Corporativa tendem a estabelecer estruturas de divulgação informacionais mais transparentes e detalhadas, onde entre os propósitos principais pode ser evitar a publicidade negativa relacionada ao comportamento ambiental do negócio (IATRIDIS, 2012).

Neste contexto emerge a pergunta de pesquisa: Os atributos de qualidade da Governança Corporativa influenciam a evidenciação de informações sobre custos e outros aspectos relacionadas a responsabilidade ambiental das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA?

Para responder esta pergunta a presente pesquisa tem como objetivo verificar a influência dos aspectos da Governança Corporativa na evidenciação de custos ambientais das empresas listadas no segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

## **2 Governança Corporativa no contexto da Evidenciação Ambiental**

O pressuposto fundamental da Governança Corporativa é construir um sistema que privilegie a divisão dos poderes e responsabilidades entre os diferentes agentes organizacionais. A prestação de contas é inserida dentro do ambiente da empresa como um todo e passa a ser responsabilidade de todos os setores independentemente da concentração do poder decisório (REZAE, 2004).

Para Shleifer e Vishny (1997) a Governança Corporativa assume um papel de importância prática na estrutura do mercado de capitais e julgada fundamental na manutenção da confiança dos investidores. Mesmo em economias mais avançadas, encontra-se desacordos significativos e a investigação relativa a qualidade da Governança Corporativa é importante. Os autores destacam falhas no sistema de Governança Corporativa em países como os Estados Unidos, ao apontarem para os limites de alavancagem elevados das organizações americanas. Por isso, o tema merece atenção continuada e estudos que apresentem as problemáticas dos diferentes países para produzir informações que possam melhorar os mecanismos de Governança Corporativa e com isso contribuir para o ambiente dos negócios.

Quando se discute Governança Corporativa é importante cautela em relação a modelos preconcebidos ou propostas padronizadas. O modelo de Governança Corporativa sofre influências do ambiente de inserção da organização, como a ação do governo na economia, refletida no padrão financeiro e na percepção de estabilidade dos negócios, por isso, os modelos de Governança Corporativa diferem-se nos países que se propõem a adotá-lo (MARINELLI, 2005).

A Governança Corporativa possui relacionamento estreito com o *disclosure* de informações. Fernandes, Dias e Cunha (2010) sustentam que a aplicabilidade da essência da Governança Corporativa é baseada na máxima transparência em relação aos acionistas, de

modo a possibilitar que estes conheçam com exatidão os destinos dos recursos investidos na organização.

Para Ho e Shun (2001) a transparência no fluxo de informações empresariais é um indicador do padrão da Governança Corporativa. A qualidade desse padrão determina a eficácia da Governança Corporativa em relação ao seu papel de delinear o equilíbrio de direitos e responsabilidade de cada grupo de interessados na organização.

O alcance de padrões adequados de Governança Corporativa passa pela criação de um grupo de trabalho voltado para construir as práticas recomendadas e reconhecidas como importantes nesse processo. Tais práticas podem incluir: ocupação dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração por pessoas diferentes, existência de pelo menos dois conselheiros independentes sem funções executivas, limitar o número de membros da família no conselho de administração, e implantação de um comitê de auditoria e comitê de remuneração cuja composição seja preferencialmente de membros não executivos (HO; SHUN, 2001).

Os achados de Haniffa e Cooke (2002) demonstram a relação positiva entre aspectos da Governança Corporativa e o aumento de divulgação de informações voluntárias, o que possibilita inferir que as empresas com boas práticas de Governança Corporativa podem oferecer um conjunto de informações adicionais àquelas obrigatórias.

É reconhecido o potencial das empresas com boas práticas de Governança Corporativa prover maiores níveis de informações voluntárias. Mas a necessidade de regulamentos e leis impondo o padrão mínimo de Governança Corporativa mostra-se relevante especialmente em países com mercados financeiros menos desenvolvidos. A abordagem regulatória da Governança Corporativa visa proteger os acionistas minoritários da expropriação de recursos ao qual estão expostos em virtude de não participarem diretamente da gestão da empresa (LA PORTA et al., 2000).

Diante do exposto, é possível perceber que a forma como a Governança Corporativa é conduzida nas empresas pode proporcionar diferentes nuances de gestão. Dentre essas diferenças, ressalta-se o nível de detalhamento das informações voluntárias as quais as organizações decidem divulgar.

Adicionalmente ao apresentado, as informações sobre a atuação da empresa diante das questões de evidenciação ambiental são essencialmente voluntárias. Por isso, sugere-se que as variadas formas de composição da Governança Corporativa podem influenciar diretamente na condução da política de divulgação de informações ambientais nas empresas.

A investigação se a estrutura de Governança Corporativa representada pelo tamanho do conselho, independência do conselho, dualidade do presidente, existência do comitê de auditoria e a composição do capital possuem influência no nível de evidenciação ambiental contribui no sentido de responder se esse conjunto de variáveis da gestão podem valorizar os aspectos ambientais.

As propostas de medida da Governança Corporativa são diversas, não se encontra um padrão. A maioria dos estudos que buscam atribuir um índice de qualidade da governança utilizam-se de diferentes componentes da estrutura de gestão das organizações. A dificuldade de estabelecer um indicador específico para Governança Corporativa pode ser melhor compreendida ao visualizar-se na figura 1 a interação dos distintos participantes da Governança Corporativa.

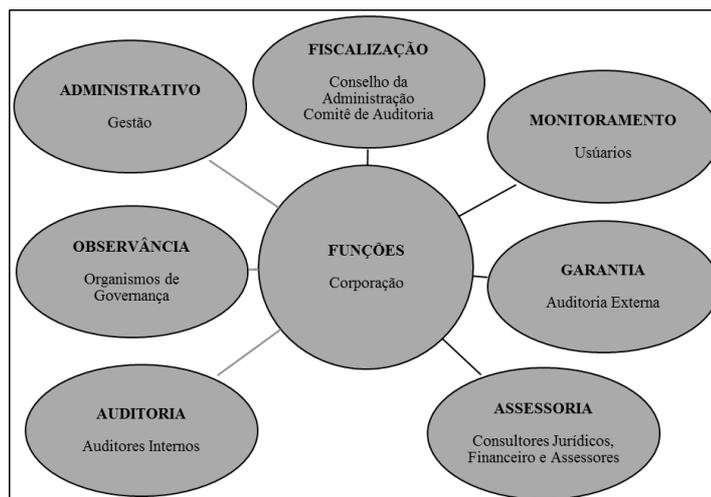


Figura 1 – Interação entre os participantes da Governança Corporativa

Fonte: Adaptado de Rezaee (2004).

Percebe-se a influência de diferentes atores naquilo que se conhece como Governança Corporativa, por isso, ao se propor o índice composto há necessidade do devido cuidado metodológico, especialmente em relação a atribuição de pesos para cada aspecto analisado. Desse modo, a análise dos aspectos individuais da Governança Corporativa, podem oferecer maior robustez e confiabilidade por não demandar a atribuição de pesos em um modelo específico.

A interação dos diferentes participantes propostas por Rezaee (2004) mostra o conjunto de atores capazes de exercer influência sobre aquilo que se chama de Governança Corporativa. Para o autor, cada participante possui uma função chave no funcionamento e principalmente no atingimento dos objetivos delineados na construção do modelo de gestão.

Nesta proposta, a Governança Corporativa é entendida como o conjunto de interação do exercício da função de fiscalização (conselho de administração e comitê de auditoria), função de gestão (gestão da organização), função de auditoria (auditores internos), função de garantia (auditores externos), função de conformidade (organismos de regulamentação e bolsas de valores), função consultiva (advogados, consultores financeiros) e a função de monitoramento (investidores, credores, analistas financeiros e outras partes interessadas).

Portanto, ao se indicar um índice de Governança Corporativa ou mesmo relacionar a Governança Corporativa com a ocorrência de determinado fenômeno, cabe destacar os limites relacionados as variáveis utilizadas, ou mesmo, analisar aspectos específicos da Governança Corporativa. Diante disso, considera-se que a utilização das citadas variáveis pode oferecer um grau aceitável de confiabilidade na determinação, medição e diferenciação da Governança Corporativa em determinado conjunto de empresas.

Um dos aspectos que podem ser relacionado com os atributos de qualidade de governança e o nível de transparência ambiental, que pode ser medida por sua evidenciação.

A evidenciação dos custos e obrigações ambientais é objeto de debate no meio empresarial, no mercado financeiro, nas entidades da classe contábil, governos, e entidades sem fins lucrativos que buscam garantir a preservação do meio ambiente. Quando se aborda a Governança Corporativa em conjunto com a perspectiva de responsabilidade ambiental, é estabelecido o compromisso de que as empresas viabilizam as operações com base em princípios ambientalmente aceitos (REZAEI; SZENDI; AGGARWAL, 1995).

Rezaee, Szendi, Aggarwal (1995) alertavam para o crescimento dos custos ambientais e o aumento da relevância desses gastos nas empresas. Na ocasião da pesquisa, sugeriram que à medida que a sociedade tornam-se ambientalmente conscientes, esse comportamento reflete no crescente aumento da legislação preocupada com a preservação ambiental e consequentemente em maiores custos ambientais de operação. Assim, a responsabilidade

corporativa com os dispêndios ambientais bem como os mecanismos de divulgação dessas informações precisa entrar na pauta das organizações.

Contudo, o que se observa atualmente, mesmo com a intensificação no debate e avanços no estudo da evidenciação ambiental, a necessidade de um padrão de divulgação sugerido por Rezaee, Szendi, Aggarwal (1995) não foi alcançado. Admite-se o aumento das informações de caráter ambiental, há estudos que demonstram isso, no entanto, a diversidade de propostas e a falta de congruência ainda são desafios a serem transpostos pelas pesquisas da área.

No ano de 2002 a bolsa de valores da Austrália estabeleceu por meio do conselho de Governança Corporativa um conjunto de melhores práticas de Governança Corporativa. Foram estabelecidas dezenas de princípios dentre os quais se ressaltou um princípio específico que visa reconhecer a necessidade em divulgar informações de natureza social e ambiental. Ao partir desse pressuposto, pode-se afirmar que a boa Governança Corporativa é relacionada aos conceitos de responsabilidade social e ambiental, e por meio da prestação de contas sugerida aumenta-se a transparência e o compromisso das empresas com o ambiente de atuação (GIBSON; O'DONOVAN, 2007).

No Brasil a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) cujo objetivo é oferecer uma análise comparativa do desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa sob a perspectiva da sustentabilidade corporativa, baseada em econômica ambiental, social e Governança Corporativa (BOVESPA, 2013).

Windsor (2009) destaca o alinhamento intenso entre os temas de Governança Corporativa e a responsabilidade social e ambiental. As demandas de natureza não financeira são cada vez mais evidentes e a cobrança social para um comportamento “aceitável” na operacionalização das empresas nos negócios que atuam é claro, o que impacta na estrutura de gestão das organizações.

Nesse contexto de aumento da amplitude, ao criar boas práticas de Governança Corporativa com o enfoque de estabelecer uma relação de transparência e responsabilidade com as parte interessadas, supõem-se que parte da responsabilidade almejada inclui a minimização dos impactos ambientais negativos causados pelas atividades operacionais e ainda a construção de relatório para reportar o comportamento da organização na área (CONG, FREEDMAN, 2011).

### **3 Metodologia**

#### **3.1. Delineamento da pesquisa**

Inicialmente a pesquisa pode ser classificada como dedutiva. Cervo, Bervian e Da Silva (2007, p. 46) explicam que “a dedução é a argumentação que torna explícitas verdades particulares contidas em verdades universais”. Em relação à abordagem dos objetivos o presente estudo classifica-se como descritivo. Gil (2003, p. 43) afirma que as pesquisas descritivas possuem [...] “como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis” Esta pesquisa pretende analisar a relação entre os aspectos da Governança Corporativa e custos das empresas listadas na BM&FBovespa. O estudo responde ao problema da pesquisa por meio de uma abordagem quantitativa. Nesta forma de abordagem a coleta de informações e o respectivo tratamento são realizados por meio de quantificações e técnicas estatísticas. O procedimento estatístico aplicado na análise de dados foi a regressão linear múltipla.

### 3.2. População e amostra

Richardson (1989) afirma que a população de um estudo é um conjunto de elementos detentores de características similares. Na impossibilidade de realizar a pesquisa com o conjunto completo dos elementos, seleciona-se uma amostra a partir da população.

A população deste estudo compreende as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa vinculadas ao sistema de Governança Corporativa. Sendo assim, a população total levantada em março de 2013, abrange 181 empresas, classificadas em 04 níveis de Governança Corporativa.

Excluíram-se desta lista as empresas que pertencem ao setor financeiro dos seguintes subsectores: securitizadoras de recebíveis, serviços financeiros diversos, previdências e seguros, previdência e seguros exploração de imóveis, holdings diversificadas, serviços diversos, outros, fundos, por apresentarem tratamento específico em suas demonstrações contábeis. Manteve-se o subsector de intermediários financeiros classificados no setor econômico de financeiros e outros.

As empresas que não apresentavam de forma adequada os formulários de referência ou o relatório anual para o período abrangido pela pesquisa ou ainda, não apresentavam as informações necessárias para a resolução da questão problema do estudo foram excluídas.

Tabela 1 – Descrição da população e amostra

Setor	População	Amostra	Percentual Representativo
Bovespa Mais	03	00	0,00
Nível 1	33	17	51,51
Nível 2	18	10	55,55
Novo Mercado	127	36	28,34
Total	181	63	34,80

Fonte: Dados da pesquisa.

### 3.3. Constructo teórico-metodológico das variáveis de pesquisa

No Quadro 1, são apresentadas as variáveis de Governança Corporativa e os procedimentos empregados para análise de custos e outras informações ambientais.

Variáveis independentes	Descrição das variáveis	Autores
1. Tamanho do Conselho	Número de membros do conselho de administração.	Halme e Huse, 1997; Silveira, Barros e Famá, 2003; Byard, Li e Weintrop, 2006; Kanchel, 2007; Khiari, Karaa e Omri, 2007; Silveira e Barros, 2008; Cornett, Marcus e Tehranian, 2008; Bhagat e Bolton, 2008; Byers, Fields e Fraser, 2008; He, Wright e Evans, 2009; Andrade, Salazar e Silva, 2009; Sun et al., 2010; Black, Carvalho e Gorga, 2010; Sun, 2010; Bekiris e Doukakis, 2011; Bekiris, Leonidas e Doukakis, 2011; Jian, Tingting e Shengchao, 2011; Htay et al, 2012.
2. Independência do Conselho	Proporção do número de membros externos perante a quantidade total de integrantes do conselho de administração.	Haniffa e Cooke, 2002; Byard, Li e Weintrop, 2006; Khiari, Karaa e Omri, 2007; Silveira e Barros, 2008; Cornett, Marcus e Tehranian, 2008; Bhagat e Bolton, 2008; Byers, Fields e Fraser, 2008; He, Wright e Evans, 2009; Chhaochharia e Laeven, 2009; Andrade, Salazar e Silva, 2009; Black, Carvalho e Gorga, 2010; Bekiris, Leonidas e Doukakis, 2011; Jian, Tingting e Shengchao, 2011; Bekiris e Doukakis, 2011; Iatridis, 2012; Rupley, Brown e Marshall, 2012; Iatridis, 2012; Htay et al, 2012; Rupley, Brown e Marshall, 2012; Erkens, Hung e Matos, 2012; Lei, Lin e Wei, 2013.

...continua

3. Dualidade do Presidente Executivo	<i>Dummy</i> indicando se o presidente do conselho é também diretor executivo da empresa. (1 - sim; 0 - não)	Haniffa e Cooke 2002; Bai et al, 2004; Byard, Li e Weintrop, 2006; Silveira e Barros, 2008; Cornett, Marcus e Tehranian, 2008; Bhagat e Bolton, 2008; He, Wright e Evans, 2009; Chhaochharia e Laeven, 2009; Andrade, Salazar e Silva, 2009; Bekiris e Doukakis, 2011; Black, Carvalho e Gorga, 2010; Bekiris, Leonidas e Doukakis, 2011; Jian, Tingting e Shengchao, 2011; Larcker, Ormazabal e Taylor, 2011; Rupley, Brown e Marshall, 2012; Htay et al, 2012; Rupley, Brown e Marshall, 2012; Lei, Lin e Wei, 2013.
4. Comitê de Auditoria	<i>Dummy</i> , indicando se a empresa possui comitê de auditoria. (1 - sim; 0 - não)	Byard, Li e Weintrop, 2006; Kanchel, 2007; Chhaochharia e Laeven, 2009 Black, Carvalho e Gorga, 2010; Sun et al, 2010; Bekiris, Leonidas e Doukakis, 2011; Bekiris e Doukakis, 2011; Htay et al. 2012; Iatridis, 2012.
5. Concentração de Propriedade	Percentual de participação acionário do maior acionista.	Halme e Hulse, 1997; Bai et al, 2004 Khiari, Karaa e Omri, 2007; Bhagat e Bolton, 2008; Byers, Fields e Fraser, 2008; Bae e Goyal, 2010; Htay et al, 2012; Erkens, Hung e Matos, 2012; Lei, Lin e Wei, 2013.

Fonte: Dados da pesquisa.

Quadro 1– Variáveis de Governança Corporativa

No tocante aos custos ambientais, buscou-se verificar se as empresas selecionadas evidenciam informações sobre custos ambientais em seus relatórios anuais, e adicionalmente verificou-se o nível de evidenciação ambiental sob a ótica do Premio Nacional de Qualidade (PNQ). Conforme este prêmio às empresas é avaliado o nível de evidenciação ambiental conforme sete categorias: Impactos; Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias. O nível de evidenciação ambiental foi identificado a partir de análise de conteúdo dos relatórios anuais dos anos de 2010 e 2011, sendo realizada a contagem de sentenças que evidenciam informações ambientais conforme as sete categorias propostas pelo PNQ.

#### 3.4. Coleta e Análise de dados

Os dados sobre custos ambientais foram coletados nos relatórios anuais de cada empresa nos anos de 2010 e 2011, buscou-se apenas verificar se divulga ou não dados sobre custos ambientais nos relatórios anuais, sendo atribuído nota 0 para não e 1 para sim. As variáveis de Governança Corporativa foram coletadas manualmente do formulário de referência de cada empresa, considerando o ano de 2010 e 2011. Os dados relativos ao tamanho do conselho, a independência do conselho e a dualidade do presidente executivo foram retirados do item 12 – Assembleia e Administração, do subgrupo 12.6/8 – Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal. A existência de comitê de auditoria foi retirado do subgrupo 12.7 – Composição dos comitês. Ainda no formulário de referência, para a identificação da concentração de capital, utilizaram-se os dados do item 15 – Controle, subgrupo 15.1/2 – Posição acionária. Os dados foram analisados a partir da correlação dos resultados das variáveis de Governança Corporativa com Custos Ambientais.

## 4. Resultados

### 4.1. Característica das Empresas Analisadas

O setor ao qual pertencem as 63 empresas que compõem a amostra do presente estudo é apresentado na Tabela 2. A classificação setorial é de acordo com as regras da BM&FBovespa.

Verifica-se na Tabela 2 a maior concentração de empresas no setor financeiro e outros. Por outro lado, os setores de telecomunicações, tecnologia da informação e petróleo são os menos representados na amostra do estudo.

Tabela 2 – Amostra da pesquisa por setor na BM&amp;FBovespa

Setor	Quantidade	ISE
Financeiro e Outros	14	8
Construção e Transporte	11	3
Consumo Não Cíclico	9	2
Bens Industriais	9	1
Utilidade Pública	7	3
Materiais Básicos	6	4
Consumo Cíclico	4	0
Telecomunicações	1	1
Tecnologia da Informação	1	0
Petróleo	1	0
<b>Total</b>	<b>63</b>	<b>22</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se que 22 empresas, ou seja, 34,92% do total pertencem ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa. O setor financeiro e outros também é o que possui a maior quantidade de empresas no ISE. Nos setores de consumo cíclico, tecnologia da informação e petróleo não há nenhuma empresa que compõem o índice. Cabe salientar que o preenchimento do questionário e a consequente participação no ISE ocorre de maneira voluntária pelas empresas, que normalmente integram a disposição em fornecer informações voluntária dentro política de divulgação ambiental.

#### 4.2. Mensuração dos Aspectos de Governança Corporativa

O nível de Governança Corporativa foi mensurado através dos seguintes aspectos: tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração, dualidade do presidente executivo, a existência do comitê de auditoria e a concentração de capital. A definição dos aspectos selecionados foi baseada no levantamento bibliográfico sobre o tema exposto na Quadro 1.

Diante disso, a Tabela 3 apresenta a estatística descritiva com o propósito de demonstrar o comportamento do tamanho do conselho, independência do conselho e concentração de capital das empresas estudadas.

Tabela 3 – Aspectos da Governança Corporativa – 2010

Estatística Descritiva Governança Corporativa	TC		IC		CC	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Quantidade de observações	63	63	63	63	63	63
Média	9,31	9,46	1,65	2,12	37,94	37,18
Mediana	8,00	8,00	2,00	2,00	35,95	35,72
Desvio-padrão	4,29	4,39	1,64	1,69	18,93	18,22
Mínimo	4	4	0	0	5,12	5,29
Máximo	28	28	6	7	73,17	73,13

TC: Tamanho do Conselho; IC: Independência do Conselho; CC: Concentração de Capital;

Fonte: Dados da pesquisa.

A quantidade de integrantes no conselho de administração das empresas manteve-se estável nos anos de 2010 e 2011 com 9,31 e 9,46 integrantes respectivamente.

A tendência de estabilidade é percebida em relação à concentração de capital. No ano de 2010 em média o principal acionista possui 37,94% do capital das empresas, enquanto no ano seguinte o valor é de 37,18%. Apesar de não haver variação significativa na média, isso não significa que não houve variações significativas pontuais como no caso Banco Daycoval que em 2010 o acionista majoritário possuía 64,84% e no ano de 2011 passou para 24,40%.

Mudança significativa em relação aos aspectos analisados foi percebida na independência do conselho. De 1,65 membros em média para o ano de 2010, passou para 2,12 membros no ano de 2011, o que mostra aumento de 29% no período. Ressalta-se o

entendimento de Sun et al. (2010) e Htay et al. (2012) de que o tamanho e a independência do conselho podem afetar positivamente na divulgação ambiental.

Em consequência da pequena variabilidade dos valores a mediana e o desvio padrão não sofreram variações importantes em nenhum dos períodos. Houve pequeno aumento do desvio padrão em relação ao tamanho e independência do conselho e diminuição na concentração de capital.

A observação da Tabela 4 permite verificar também que o menor conselho é composto por 4 integrantes e o maior é significativamente superior com 28 integrantes. Quanto a independência, a situação varia de empresas que não possuem membros independentes no conselho de administração, a empresas com 6 e 7 membros independentes. Por se tratar de uma amostra por empresas com nível de Governança Corporativa, não se esperava a situação de inexistência de membros independentes.

O aspecto da concentração de capital é significativamente disperso. Nos anos de 2010 e 2011 a menor concentração de capital ficou pouco acima de 5%, diante de em torno de 73% da maior concentração de capital verificada. Esses números deixam evidentes diferenças contundentes na estrutura de capital das empresas que compõem a amostra.

Além dos números relacionados ao tamanho e independência do conselho e da concentração de capital, a Tabela 4 apresenta dados relacionados a dualidade do presidente executivo e ao comitê de auditoria.

Tabela 4 – Dualidade do Presidente Executivo e Comitê de Auditoria

Nível de Governança	Análise de Aspectos da Governança Corporativa						Variação
	Quantidade Observações	DP		Variação	CA		
		2010	2011		2010	2011	
Nível 1	17	2	1	-1	7	8	1
Nível 2	10	5	2	-3	5	5	0
Novo Mercado	36	13	10	-3	13	13	0
<b>Total</b>	<b>63</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>-7</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>1</b>

DP: Dualidade do Presidente Executivo; CA: Comitê de Auditoria;

Fonte: Dados da pesquisa.

A dualidade do presidente executivo é constatada quando este exerce a função de presidente do conselho de administração. As boas práticas de Governança Corporativa recomendam que os cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração sejam exercidos por pessoas diferentes. A Tabela 4 mostra um aspecto positivo neste sentido ao demonstrar a diminuição da quantidade em todos os níveis de Governança Corporativa apurados. No ano de 2010 a dualidade do presidente executivo é encontrada em 31,74% das empresas, já no ano seguinte a proporção reduziu 11,11% e atingiu 20,63%.

Verificou-se em 2010 que 39,68% e em 2011 41,27% das empresas possuem comitê de auditoria. Apesar de a literatura preconizar a relevância da formalização de um comitê de auditoria, os dados da pesquisa mostram que as minorias das empresas atendem ao apelo teórico.

Tomando o ano de 2011 por base, verifica-se que no Nível 1 de GC, 47,05% das empresas possuem comitê de auditoria. No Nível 2 de GC e no Novo Mercado esse percentual é de 50,00% e 36,11% respectivamente. Apesar da quantidade de empresas pertencentes ao Novo Mercado ser superior e isso possa influenciar na análise, cabe destacar o menor número proporcional de empresas com a constituição de um comitê de auditoria nas empresas do Novo Mercado ante as empresas pertencentes aos outros níveis de Governança Corporativa.

### 4.3. Influência dos Aspectos de Governança Corporativa na Evidenciação de Custos Ambientais

Com o propósito de responder ao objetivo de identificar a influência dos aspectos da Governança Corporativa na divulgação de custos ambientais e na evidenciação ambiental, foi

realizada uma regressão linear múltipla, conforme pressupostos fundamentais de regressão preconizados por Kennedy (1998), conforme Tabela 5.

Tabela 5 – Testes de aleatoriedade, normalidade e homocedasticidade

Pressupostos	Testes	Hipóteses
Aleatoriedade	<i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 2,098. Valor-p = 0,941. Autocorrelação dos resíduos = -0,049.	Inexiste autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos.
Normalidade	<i>Kolmogorov-Smirnov</i> : Estatística KS = 0,119. Valor-p = 0,000.	A distribuição dos resíduos é normal.
Homocedasticidade	<i>Levene</i> : Estatística F = 0,958. Valor-p = 0,330.	A variância dos erros é uniforme.

Fonte: Dados da pesquisa.

Primeiramente identificou-se nos relatórios anuais das empresas pesquisadas ausência de informações específicas sobre custos ambientais, e, portanto, procedeu-se análise da evidenciação ambiental conforme as sete categorias do PNQ apresentadas na metodologia desta pesquisa.

Na Tabela 6 demonstra-se o teste da multicolinearidade dos dados realizado por meio da aplicação da correlação de *Pearson*. Field (2009, p. 182) explica que a multicolinearidade “existe quando observamos uma forte correlação entre dois ou mais previsores em um modelo de regressão”. Field (2009, p. 183) explica que para identificar a multicolinearidade faz-se o “exame da matriz de correlações das variáveis predictoras e ver se alguma se correlaciona de forma alta”, ou seja, entende-se por elevados níveis acima de 0,80 ou 0,90. Observasse que a correlação não sugere necessariamente uma relação de causa e efeito, mas na associação entre as variáveis.

Tabela 6 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis

	Tamanho do conselho	Membros independentes do conselho	Dualidade	Comitê de Auditoria	Concentração de propriedade	Nível de Governança	Evidenciação Ambiental
Tamanho do conselho	1						
Membros independentes do conselho	-0,088	1					
Dualidade	0,292**	-0,058	1				
Comitê de Auditoria	-0,087	-0,016	-0,091	1			
Concentração de propriedade	-0,198*	-0,079	-0,202*	-0,017	1		
Nível de Governança	-0,259**	0,538**	-0,189*	0,082	0,179*	1	
Evidenciação Ambiental	0,340**	0,093	0,046	-0,175	-0,146	-0,002	1

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01; \* A correlação é significativa no nível 0,05;

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, a matriz de correlação apresenta uma variável independente que possui correlação estatisticamente significativa com a variável dependente, Evidenciação Ambiental, a saber: Tamanho do conselho ( $r = 0,340$ ;  $p\text{-value} < 0,01$ ). Contudo, quanto às variáveis de Membros independentes do conselho ( $r = 0,093$ ;  $p\text{-value} > 0,05$ ), Dualidade ( $r = 0,046$ ;  $p\text{-value} > 0,05$ ), Comitê de Auditoria ( $r = -0,175$ ;  $p\text{-value} > 0,05$ ), Concentração de propriedade ( $r = -0,146$ ;  $p\text{-value} > 0,05$ ) e Nível de Governança ( $r = -0,002$ ;  $p\text{-value} > 0,05$ ) não houve correlação destas diante da variável de Evidenciação Ambiental.

Conforme a Tabela 6, não ocorreu multicolinearidade entre as variáveis, visto que, todos os coeficientes significativos foram menores que 0,80, se aceita assim ao pressuposto da

regressão. Rupley, Brown e Marshall (2012) também buscaram respaldo na correlação de *Pearson* no estudo que investigou os aspectos da governança em relação a cobertura da mídia sobre as questões ambientais e a evidenciação ambiental das empresas listadas no *Dow Jones Global Index*.

Após o cálculo da correlação de *Pearson* entre as variáveis independentes com a dependente, partiu-se para a análise da regressão linear múltipla. Busca-se através da regressão linear múltipla verificar se as variáveis: tamanho do conselho, membros independentes do conselho, dualidade, comitê de auditoria, concentração de propriedade e nível de governança, explicam a evidenciação ambiental das empresas pertencentes ao Nível 1 de GC Nível 2 de GC e Novo Mercado listadas na BM&FBovespa. A Tabela 7 apresenta o resumo do modelo da regressão linear múltipla.

Tabela 7 – Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	0,406	0,165	0,123	22,99783

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 7 descreve o modelo globalmente, ela informa se o modelo é eficaz em prever a evidenciação ambiental por parte das empresas. O coeficiente de determinação ( $R^2$ ) que serve como uma medida de quanto a variabilidade da saída pode ser debitada aos previsores, demonstra um valor de 0,165, o que significa que as variáveis independentes são responsáveis por 16,50% apenas da variação da evidenciação ambiental.

O  $R^2$  ajustado fornece uma noção de quão bem o modelo generaliza, quanto mais próximo o valor do  $R^2$ , melhor é o poder explicativo do modelo. A diferença obtida para o modelo final é pequena, ocorrendo uma diferença entre os valores de 0,042 ou 4,2% aproximadamente. Assim, se o modelo fosse aplicado à população em vez da amostra, ele explicaria 4,2% à evidenciação ambiental.

Cong e Freedeman (2011) investigaram as empresas com alto índice de emissões nos E.U.A com o propósito de investigar se a boa prática de Governança Corporativa contribui positivamente para a divulgação ambiental. Os resultados mostraram que as empresa com melhores práticas de governança tendem a oferecer informações ambientais com maior nível de detalhamento, esse estudo, reforça a relevância do modelo apresentado, bem como a importância da investigação sugerida nesta pesquisa.

A Tabela 8 apresenta a análise de variância, a qual testa se o modelo possui um poder explicativo melhor do que a média para explicar a variável independente.

Tabela 8 – Análise de variância

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.	
1	Regressão	12423,238	6	2070,540	3,915	0,001
	Resíduos	62939,122	119	528,900		
	Total	75362,359	125			

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados pela análise de variância por meio do teste F (Tabela 9), pode-se afirmar que a um nível de significância de 1% existe uma forte evidência que as variáveis independentes influenciam significativamente na evidenciação ambiental das empresas pertencentes a amostra. Por fim, apresentam-se os coeficientes de regressão linear múltipla. Rupley, Brown e Marshall (2012) aplicaram a regressão linear múltipla para analisar a relação entre aspectos da Governança Corporativa e a evidenciação ambiental.

Tabela 9 – Regressão linear múltipla

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
	B	Modelo padrão	Beta		
(Constante)	29,688	15,294		1,941	0,055
Tamanho do conselho	1,994	0,513	0,352	3,883	0,000
Membros independentes do conselho	1,061	1,492	0,073	0,711	0,478
Dualidade	-4,363	5,255	-0,074	-0,830	0,408
Comitê de Auditoria	-7,831	4,224	-0,157	-1,854	0,066
Concentração de propriedade	-0,133	0,118	-0,100	-1,126	0,263
Nível de Governança	1,894	3,000	0,067	0,631	0,529

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com o apresentado na Tabela 9, a única variável independente que foi considerada estatisticamente significativa é o Tamanho do conselho ao nível de 1% ( $p\text{-value} < 0.01$ ), ou seja, a quantidade de membros no conselho de administração influencia significativamente na evidência ambiental das empresas pertencentes ao Nível 1 de GC, Nível 2 de CG e Novo Mercado, listadas na BM&FBovespa.

O resultado relacionado ao tamanho do conselho de administração está de acordo com os encontrados por Sun et al. (2010) em pesquisa realizada com empresas Britânicas. Htay et al. (2012) pesquisaram instituições bancárias na Malásia e também encontraram relevância estatística da influência do tamanho do conselho na divulgação ambiental, porém, os achados mostram que quanto menor o conselho maior a divulgação de informações ambientais, ao contrário desta pesquisa que encontrou relação positiva.

No entanto, os resultados deste estudo contrariam Halme e Morten (1997) que ao buscar aspectos explicativos de empresas da Finlândia, Noruega, Espanha e Suécia, não acharam evidências de influência do tamanho do conselho na evidência ambiental das empresas.

Percebe-se a diferença temporal entre as pesquisas destacadas, pode-se entender que o processo de amadurecimento dos sistemas de Governança Corporativa pode influenciar nos achados em destaque, no entanto, esta afirmação necessita de aprofundamento por meio de pesquisas futuras.

Em relação à quantidade de membros independentes no conselho de administração, não se verifica uma influência estatisticamente significativa, contestando a ideia de que a independência dos membros afeta a evidência ambiental. Este resultado contraria a relação positiva de que a maior quantidade de conselheiros independentes aumenta o compromisso de evidência ambiental relatados nos resultados de Htay et al. (2012), Iatridis (2012) e Rupley, Brown e Marshall (2012).

Apesar dos achados de Haniffa e Cooke (2002) demonstrarem que a dualidade do presidente executivo pode influenciar negativamente na evidência voluntária das informações empresariais, nesta dissertação, a variável dualidade do presidente executivo em relação às atribuições junto ao conselho de administração não se mostrou estatisticamente significativa em relação a evidência ambiental. A ausência de influência da dualidade do presidente executivo na evidência ambiental apontadas neste estudo está em consonância com os achados de Rupley, Brown e Marshall (2012) que também não encontraram significância em empresas listadas no *Dow Jones Global Index*.

Em relação à existência do comitê de auditoria, o nível de significância de 0,066 aponta que esta variável não exerce influência na evidência ambiental das empresas analisadas. Esse achado encontra respaldo no estudo de Sun et al. (2010). O resultado contraria a contribuição de Iatridis (2012) que pesquisou empresas listadas na bolsa da Malásia e aponta números significativos em relação à contribuição da existência do comitê de auditoria em influenciar positivamente a evidência ambiental.

Os resultados da regressão, apresentados na Tabela 10, demonstram que a variável independente concentração de capital não influencia nos níveis de evidenciação ambiental assim como demonstra os achados de Halme e Morten (1997).

Htay et al. (2012) apontam relação estatisticamente significativa entre a concentração de capital e a evidenciação ambiental, de forma contrária aos resultados desta pesquisa e de Halme e Morten (1997). Os autores demonstraram uma relação positiva entre a menor concentração de capital e a evidenciação ambiental ao nível de 5%. Conforme estatística descritiva anteriormente exposta, nesta pesquisa não há empresas com participação de capital inferior a 5% o que pode explicar os resultados confrontados.

No tocante aos diferentes níveis de Governança Corporativa, pertencer ao Nível 1 de GC, Nível 2 de GC ou ao Novo Mercado não mostrou-se relevante em relação a evidenciação ambiental.

Gibson e O'Donovan (2007) reconhecem o continuado aumento da quantidade de informações ambientais voluntárias nos relatórios anuais das empresas. Recomendam que estudos empíricos busquem sob diferentes aspectos variáveis explicativas para esse movimento. Neste estudo investigaram-se cinco aspectos da Governança Corporativa, bem como, os segmentos de listagem e apenas o tamanho do conselho mostrou-se estatisticamente significativo.

Tabela 10 – Governança Corporativa e evidenciação de custos e informações ambientais

Aspectos da Governança Corporativa	Influência da GC na EA	
	Custos	Outras informações
Tamanho do conselho	Não Influência	Influência
Membros independentes do conselho	Não Influência	Não Influência
Dualidade	Não Influência	Não Influência
Comitê de Auditoria	Não Influência	Não Influência
Concentração de propriedade	Não Influência	Não Influência
Nível de Governança	Não Influência	Não Influência

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 10 sintetiza a análise de quais aspectos da Governança Corporativa influenciam a evidenciação de custos e informações ambiental. Quando se fala em evidenciação ambiental de aspectos relacionados a Impactos, Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias, destaca-se o estudo de Htay et al. (2012) que corroboram com os achados desta pesquisa no que diz respeito a correlação da evidenciação ambiental com o tamanho do conselho e contrariam os resultados da independência do conselho e concentração de propriedade. Já os estudos de Halme e Morten (1997) contrariam os achados da presente pesquisa quando não identificam correlação entre eficiência da evidenciação ambiental e o tamanho do conselho, e corroboram quanto identificação a correlação da evidenciação de informações ambientais com a concentração de propriedade. Por fim, identificou-se que os achados da pesquisa de Rupley, Brown e Marshall (2012) contrariam os achados da presente pesquisa quanto à independência e corroboram na discussão da dualidade.

Contudo, nem nos estudos anteriores, nem na atual pesquisa identificou-se relação entre atributos de qualidade da Governança Corporativa e custos ambientais, mesmo porque, não foram encontradas informações sobre custos ambientais nos relatórios anuais das empresas brasileiras pesquisadas. Verificou-se que as empresas evidenciam informações relacionadas aos impactos ambientais, consumo de recursos naturais, política ambiental, multas e sanções, mas não se encontram nos relatórios espaço para relatar informações sobre custos.

É importante ressaltar que no Brasil as normas de contabilidade não obrigam a o reconhecimento, registro, mensuração e evidenciação de custos ambientais, a Norma

Brasileira de Contabilidade – NBCT-15 traz menção sobre gastos e investimentos ambientais de forma generalista, mas não especifica custos ambientais, o que pode levar as empresas a não divulgarem essas informações.

Também é importante refletir sobre as práticas de gestão e contabilidade ambiental adotadas na empresa para que seja possível analisar se os níveis de controles internos são suficientes para controlar custos ambientais de forma segregada dos custos operacionais e gerenciais de cada empresa. E por fim, é importante analisar os meios de comunicação utilizados para evidenciar informações ambientais, pois nesta pesquisa o relatório anual demonstrou não ser o meio de comunicação utilizados para evidenciar informações sobre custos ambientais.

## **5. Considerações Finais**

Este estudo objetivou verificar a influência dos aspectos da Governança Corporativa na evidenciação de custos e informações ambientais das empresas listadas no segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa. A análise da evidenciação ambiental foi realizada a partir de uma análise de conteúdo nas informações disponibilizadas nos relatórios anuais do período de 2010 e 2011 de 63 empresas pertencentes ao segmento de Governança Corporativa, precisamente, Nível 1 de GC, Nível 2 de GC e Novo Mercado da BM&FBovespa. E para identificar os atributos de qualidade da Governança Corporativa foram observados os Relatórios de Referência do mesmo período.

Observou-se que as empresas não divulgaram informações sobre custos ambientais, e o nível de evidenciação ambiental de informações relacionadas a Impactos; Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias, pode ser considerado regular, pois, no período de 2010 o índice foi de 28,58% e 2011 30,46%. Pondera-se o fato de haver crescimento entre os períodos endossados pela melhoria no desvio padrão e mediana. Foi possível verificar diferenças significativas no índice de evidenciação ambiental das empresas analisadas, os maiores índices de evidenciação em 2010 e 2011 foi 71,06% e 78,46% respectivamente, e os menores são de empresas que não evidenciam qualquer informação ambiental em seus relatórios anuais.

Os estudos de Halme e Morten (1997), Gibson e O'Donovan (2007) e Mussoi e Van Bellen (2010) também constatarem melhoria na evidenciação ambiental, apesar de alertarem para a necessária vigilância em relação a qualidade da informação. Ao verificar o aumento na evidenciação ambiental e ao mesmo tempo reconhecer os níveis baixos, pode-se afirmar que os resultados da pesquisa empírica contraria a expectativa da teoria em relação a responsabilidade por informações adicionais pelas empresas integrantes em níveis de Governança Corporativa no que diz respeito a questão ambiental (CORMIER; GORDON; MAGNAN, 2004; PONTE; OLIVEIRA, 2004; LIMA, 2007).

Foram analisados também, quais os aspectos da Governança Corporativa que possuem influência na divulgação de informações ambientais. Para isso foi aplicada a técnica de regressão linear múltipla. Verificou-se que nenhum atributo de qualidade da Governança Corporativa pode ser relacionado à evidenciação de custos ambientais, apenas o tamanho do conselho mostrou-se capaz de demonstrar influência na evidenciação e outras informações ambientais (tais como Impactos; Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias). Esta constatação está de acordo com os estudos realizados Sun et al. (2010) e Htay et al. (2012), e contraria os achados de Halme e Morten (1997).

Neste contexto, conclui-se que dentre os aspectos da Governança Corporativa, apenas o tamanho do conselho influencia na evidenciação de informações relacionadas a Impactos; Prevenção; Comunicação; Sanções; Requisitos Legais; Promoção de Ações; Parcerias das empresas listadas no segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa. A constatação da influência do tamanho do conselho na evidenciação dessas informações ambientais ressalta

a relevância desta característica na gestão das empresas, e principalmente serve de alerta para as partes interessadas nas informações ambientais analisarem a estrutura dos conselheiros para destinarem suas ações.

Baseado nas limitações deste estudo apresentam-se as seguintes recomendações para estudos futuros: Analisar a evidenciação de informações sobre custos ambientais em outros meios de comunicação, tais como: Balanço Social, Relatório de Sustentabilidade e Site; Aperfeiçoar o processo de avaliação da evidenciação ambiental, especificamente com foco na análise qualitativa das informações; Realizar pesquisa junto às empresas pesquisa para verificar níveis de controle e contabilidade ambiental.

### Referências

AL-TUWAIJRI, Sulaiman A.; CHRISTENSEN, Theodore E.; HUGHES II, K. E. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. **Accounting, Organizations and Society**, v. 29, n. 5-6, p. 447-471, jul./aug. 2004.

ANANCHOTIKUL, Sudarat; EICHENGREEN, Barry. Corporate governance reform in emerging markets: how much, why, and with what effects? **Journal of the Hapanese and International Economies**, v. 23, n. 2, p. 149-176, jun. 2009.

ANDRADE, Lélis Pedro de; SALAZAR, German Torres; CALEGÁRIO, Cristina Lélis Leal; SILVA, Sabrina Soares. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-31, jul./ago. 2009.

BAE, Kee-Hong; GOYAL, Vidhan K. Equity market liberalization and corporate governance. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 5, p. 609-621, dez. 2010.

BAI, Chong-Em; LIU, Qiao; LU, Joe; SONG, Frank M; ZHANG, Junxi. Corporate governance and Market valuation in China. **Journal of Comparative Economics**, v. 32, n. 4, p. 599-616, dez. 2004.

MARINELLI, Marcos. Um estudo exploratório sobre o estágio da Governança Corporativa das empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 7, n. 19, p. 57-66, set/dez. 2005.

TILT, Carol Ann. The content and disclosure of Australian corporate environmental policies. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 14, n. 2, p. 190-212, 2001.

VELLANI, Cassio Luiz. *Disclosure ambiental dos produtos de etanol com ações listadas na BOVESPA e NYSE*. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 12, n. 1, p. 35-49, 2009.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, dez. 2001.

WINDSOR, Duane. Tightening corporate governance. **Journal of International Management**, v. 15, n. 3, p. 306-316, set 2009.