

# Implicações da concentração de controle acionário sobre o *disclosure* socioambiental: evidências empíricas no Brasil

**Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior<sup>1</sup>**

*<sup>1</sup>Instituto Universitário de Lisboa, Unidade de Investigação em Desenvolvimento Empresarial, Lisboa, Portugal*

**Vicente Lima Crisóstomo<sup>2</sup>**

*<sup>2</sup>Universidade Federal do Ceará, Departamento de Contabilidade, Fortaleza, Brasil*

**Recebimento:**

20/12/2017

**Aprovação:**

06/02/2019

**Editor responsável:**

Prof. Dr. João Mauricio Gama  
Boaventura

**Avaliado pelo sistema:**

*Double Blind Review*

## Resumo

**Objetivo** – Este estudo tem como objetivo analisar a influência da concentração de controle acionário na divulgação social e ambiental de empresas brasileiras em suas Demonstrações Financeiras Anuais.

**Metodologia** – Modelos econométricos foram estimados para uma amostra de 1.252 observações anuais de 252 empresas no período 2010-2014, sendo o *disclosure* socioambiental mensurado por meio de análise léxica realizada pela busca de 75 palavras e expressões-chave relacionadas à divulgação socioambiental.

**Resultados** – Os achados mostram que o *disclosure* socioambiental das empresas brasileiras está positivamente correlacionado com sua concentração acionária. Adicionalmente, o fato de a empresa estar listada no ISE e de ser de um setor potencialmente agressivo ao meio ambiente também contribuem positivamente para um mais elevado grau de *disclosure* socioambiental.

**Contribuições** – O estudo contribui para a pesquisa sobre divulgação socioambiental e sua associação com a estrutura de propriedade ao prover evidência em um mercado emergente caracterizado por alta concentração de propriedade.

**Palavras-chave** – *Disclosure* socioambiental. Concentração acionária. Determinantes.



**Revista Brasileira de Gestão e Negócios**

DOI: 10.7819/rbgn.v21i5.4026

## I Introdução

As mudanças climáticas, as conferências ambientais realizadas em nível internacional e os acidentes ambientais foram fatores importantes para o acirramento da cobrança dos *stakeholders* à divulgação de informações de natureza social e ambiental por parte das empresas (Fernandes, 2013). Essa pressão de *stakeholders* pode ser um fator que tem contribuído para a adoção de práticas de responsabilidade socioambiental que podem ter reflexos na capacidade competitiva da empresa e mesmo em sua busca por legitimidade, ocasionando a crescente divulgação de informações sobre responsabilidade socioambiental (Barth, Cahan, Chen & Venter, 2016; Fernandes, 2013; Viana & Crisóstomo, 2016).

Diversos são os benefícios empresariais esperados quando da adoção do *disclosure* de natureza socioambiental, como a redução do custo de capital (Gamerschlag, Moller & Verbeeten, 2011), a melhoria da reputação corporativa (Cardoso, Luca & Gallon, 2014) e a redução da incerteza do valor de mercado (Dhaliwal, Li, Tsang & Yang, 2011). Nessa discussão, Marquezan, Seibert, Bartz, Barbosa e Alves (2015) destacam que no Brasil, apesar das alterações na legislação contábil ocorridas a partir da Lei nº 11.638/2007, as mudanças não chegaram ao ponto de obrigar quaisquer níveis de divulgação de cunho socioambiental, o que torna essa atividade de caráter discricionário por parte da empresa.

Algumas teorias tentam explicar a divulgação de natureza socioambiental, como a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman & Phillips, 2002), que propõe que a divulgação de informações sobre responsabilidade social pode se dever a pressões dos vários *stakeholders* da empresa. A Teoria da Legitimidade sugere que as práticas de divulgação voluntária seriam motivadas pela busca de legitimidade por parte da empresa (Suchman, 1995). À luz dessas teorias, a pesquisa tem buscado os possíveis fatores determinantes da divulgação de informações dessa natureza. Tais fatores podem estar relacionados com características econômico-financeiras da empresa (Abdullah, Percy & Stewart, 2015; Kansal, Joshi & Batra, 2014; Michelon, 2011; Marquezan et al., 2015;

Zhang, 2015) ou mesmo associados ao ambiente legal e institucional no qual as organizações estão inseridas (Delmas, Hoffmann & Kuss, 2011; Rover & Santos, 2014). Sob o arcabouço da Teoria da Agência, é importante buscar-se mecanismos que contribuam para a redução de conflitos entre *stakeholders*, sendo a divulgação de informação sobre a empresa um mecanismo para a diminuição desses conflitos. Elevados níveis de concentração de propriedade contribuem para atenuar os conflitos entre propriedade e gestão em razão do possível melhor alinhamento de interesse entre as partes, dentre outros fatores. Alta concentração de propriedade também pode, no entanto, fazer emergir conflitos entre acionistas controladores e minoritários.

O grau de concentração de propriedade tem se mostrado capaz de interferir em políticas da empresa, inclusive na política socioambiental (Crisóstomo & Freire, 2015; Okimura, Silveira & Rocha, 2007). Nesse sentido, a divulgação de informação sobre ação socioambiental da empresa auxilia o processo de legitimação junto a *stakeholders* externos. Nesse contexto, acionistas controladores, usualmente com perspectiva de mais longo prazo na permanência da propriedade da empresa, podem estar mais interessados nessa busca de legitimação do que acionistas minoritários, o que pode contribuir para um maior volume de divulgação socioambiental (Barnea & Rubin, 2010; Crisóstomo & Freire, 2015; Faller & Knyphausen-Aufse, 2018; Li & Zhang, 2010).

A busca por legitimação de ações corporativas e a preocupação com imagem e reputação podem incentivar os investimentos em responsabilidade socioambiental com a respectiva intensificação do *disclosure* dessa natureza (Bebbington, Larrinaga-González & Moneva-Abadía, 2008; Brown, Guidry & Patten, 2009). Nesse contexto, estudos ainda apontam uma associação dessas preocupações com características da estrutura de propriedade (Barnea & Rubin, 2010; Crisóstomo & Freire, 2015; Rees & Rodionova, 2015).

Tendo em vista a relevância da política socioambiental da empresa e sua respectiva divulgação por parte da instituição, e a realidade

de excesso de poder de acionistas controladores advindo da alta concentração de propriedade, o que favorece a prevalência de seus interesses, como ocorre no Brasil, este estudo tenta responder à seguinte questão de pesquisa: Qual é a influência da concentração acionária sobre o *disclosure* socioambiental das empresas? Dessa forma, adotou-se como objetivo investigar a influência da concentração de controle acionário sobre o *disclosure* socioambiental das empresas brasileiras listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2010 a 2014.

Por meio de análise léxica das demonstrações financeiras das empresas e considerando ainda a aplicação de coeficientes de correlação e estimativas de modelos econométricos para uma amostra de 1.252 observações anuais de 252 empresas, os resultados apontam que há um efeito positivo da concentração de propriedade sobre o *disclosure* socioambiental. Esses resultados reforçam argumentos de pesquisas anteriores, que indicam que acionistas controladores parecem estar preocupados em divulgar ao mercado informações dessa natureza, o que pode encontrar motivação na busca por legitimação e melhoria da reputação e imagem da empresa (Diez, Gago & Garcia, 2012; Huafang & Jianguo, 2007). Adicionalmente, os achados sinalizam que a divulgação de informações sociais e ambientais das empresas é também explicada pelo nível de rentabilidade da companhia, pelo fato de a empresa ser membro do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e de ser de um setor potencialmente agressivo ao meio ambiente.

O trabalho contribui para a literatura ao utilizar um índice de divulgação socioambiental baseado em análise léxica de relatórios de demonstrações contábeis obrigatórias em um longo período de cinco anos e ampliar o conhecimento sobre fatores que contribuem para o *disclosure* socioambiental no Brasil. Saber sobre o nível de divulgação socioambiental e os atributos da empresa determinantes desse tipo de divulgação é importante para a academia e para o mercado. Pesquisadores e profissionais do mercado disporão de evidência adicional sobre efeitos da concentração de propriedade acerca do grau de divulgação socioambiental da

empresa, o que tem conexão com a Teoria da Agência. Adicionalmente, o fato de a divulgação socioambiental ser mais intensa em empresas que figuram no índice de sustentabilidade ISE e em firmas de setores com potencial de causar danos ao meio ambiente indicam que tais companhias têm motivação para incrementar seu grau de divulgação, o que tem associação com a Teoria da Legitimação, ao mesmo tempo que também está relacionado com a Teoria da Divulgação Voluntária.

A concentração de propriedade tem-se mostrado capaz de interferir em várias políticas da empresa, como a literatura científica sobre a temática tem documentado, inclusive também na política socioambiental (Crisóstomo & Freire, 2015; Okimura, Silveira & Rocha, 2007). Essa associação pode ter origem em conflitos de agência. No caso da política socioambiental, é possível ter interesses de acionistas controladores prevalecendo sobre os interesses de outros *stakeholders*, o que motiva a realização deste trabalho conjuntamente com a avaliação de fatores que são sugeridos como também capazes de interferir no nível de divulgação socioambiental, como é o caso da presença em índices de sustentabilidade e o fato de a empresa ser de um setor mais potencialmente agressivo ao meio ambiente.

O estudo diferencia-se de pesquisas anteriores em alguns aspectos. Primeiro, pela operacionalização da divulgação de informações de caráter socioambiental por meio de análise léxica, ainda pouco explorada em trabalhos no Brasil. A aplicação de diversas técnicas de análise de conteúdo em estudos sobre a temática do *disclosure* socioambiental vem sendo questionada pela literatura (Abhayawansa & Guthrie, 2012; Gamerschlag et al., 2011), dentre outros motivos, pela subjetividade do pesquisador ao julgar determinados aspectos do que se busca quantificar. Dessa forma, busca-se uma mitigação desse hiato pela operacionalização do *disclosure* por meio da análise léxica, com a busca de palavras e expressões-chave relacionadas às informações de natureza socioambiental. Merece destaque também o período de análise (2010-2014), provendo uma contribuição adicional relativa a outros trabalhos no Brasil que pesquisaram por

períodos mais curtos (Batista, Cruz & Bruni, 2016; Domenico, Dal Magro, Mazzioni, Preis & Klann, 2015; Dhaliwal et al., 2011; Marquezan et al., 2015; Silva, Lima, Freitas, Silva & Lagioia, 2015; Rover, Tomazzia, Murcia & Borba, 2012; Rover & Santos, 2014). Por fim, o trabalho apresenta possíveis atributos da empresa ainda pouco considerados pela literatura como possíveis determinantes da divulgação socioambiental voluntária, como é o caso da concentração acionária, de a empresa figurar no índice de sustentabilidade e do fato de a instituição ser de um setor mais potencialmente agressivo ao meio ambiente.

## 2 *Disclosure* socioambiental e concentração de propriedade

A Teoria da Agência delinea-se na perspectiva de explicar os conflitos entre principal e agente decorrentes da separação entre propriedade e controle da empresa, e que faz da firma um conjunto de contratos (Fama & Jensen, 1983). O contrato entre os acionistas (principal) e o diretor executivo da empresa (agente) é considerado como o ponto central, a unidade de análise, no contexto de agência (Eisenhardt, 1989). Nesse contexto, devem-se buscar formas de minimizar tais conflitos de modo a reduzir os custos de agência deles decorrentes (Jensen & Meckling, 1976). A alta concentração de propriedade é apontada como fator que contribui para o alinhamento de interesses entre propriedade e gestão em função do poder de controle que acionistas controladores exercem sobre executivos, o que leva à redução de conflitos entre principal e agente (Hitt, Ireland & Hoskisson, 2008). Por outro lado, essa concentração também pode ser prejudicial em razão da possibilidade de prevalência dos interesses dos acionistas controladores sobre os interesses de acionistas minoritários, fazendo surgir o modelo de agência principal-principal, no qual o principal conflito passa a ser entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Morck, Wolfenzon & Yeung, 2005; Okimura, Silveira & Rocha, 2007; Renders & Gaeremynck, 2012). De fato, os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários têm sido apontados como mais

relevantes em mercados caracterizados pela alta concentração de propriedade, como é o caso de mercados emergentes (Brandão & Crisóstomo, 2015; Lin & Chuang, 2011; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton & Jiang, 2008).

A origem do sistema legal dos países é considerada um dos fatores que interferem nos conflitos de agência, em razão, por exemplo, das divergências da legislação na perspectiva de proteção aos investidores externos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). Portanto, considerando os problemas de agência no Brasil no que tange à concentração de propriedade como sinal crítico dos embates entre acionistas majoritários e minoritários, é possível supor uma preocupação dos minoritários acerca da estrutura de propriedade, por causa do baixo *enforcement* da legislação no sentido de proteger os pequenos investidores (Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2008; La Porta et al., 2000; Shleifer & Wolfenzon, 2002).

A necessidade de se obter redução da assimetria informacional entre empresa e investidores externos é consenso, sendo vista como forma de fortalecer os mercados, e tendo sido buscada por meio de instrumentos legais e da ação de instituições de mercado (Frankel & Li, 2004). Assimetria informacional entre acionistas majoritários e minoritários é também relevante, de modo a minimizarem-se possíveis conflitos entre os dois (Cullinan, Wang, Wang & Zhang, 2012). A publicação de relatórios contábeis periodicamente, contendo informações financeiras, é o instrumento tradicional que permite reduzir assimetria informacional, seja entre a empresa e o mercado, ou entre acionistas controladores e minoritários. Informações relativas às políticas sociais e de sustentabilidade da empresa estão sendo incorporadas às demonstrações tradicionais como forma de expor aos diversos *stakeholders* o grau de preocupação da empresa com essas questões, minimizando assimetria e informacional e visando à legitimação de atividades e à melhoria de reputação (Brammer & Pavelin, 2004; Carroll & Shabana, 2010).

A divulgação de informação contábil é, portanto, um instrumento que ajuda a mitigar os conflitos de agência entre empresa e mercado,

como também entre acionistas controladores e minoritários (Guedhami & Pittman, 2006). Dessa forma, na perspectiva de dirimir esses conflitos, o *disclosure* voluntário, inclusive o de caráter socioambiental, pode moderar os benefícios privados de controle que os acionistas controladores detêm relativamente aos demais acionistas, uma vez que mais divulgação contribui para mais responsabilização da gestão e de acionistas controladores (Ball, Kothari & Robin, 2000).

Estudos anteriores apontam evidências da interferência de aspectos da estrutura de propriedade sobre o nível de *disclosure* da empresa por distintas razões associadas aos interesses dos acionistas (Barako, Hancock & Izan, 2006; Diez et al., 2012; Eng & Mark, 2003; Huafang & Jianguo, 2007; Razak & Mustapha, 2013). Nesse contexto, destaca-se a preocupação com aspectos de reputação e imagem da empresa, que podem ser associados aos interesses de acionistas controladores que têm sua imagem pessoal ligada à da empresa. Dessa maneira, a prática de divulgação de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) pode ser influenciada pelo objetivo de alcance de melhor reputação (Bebington, Larrinaga-González & Moneva-Abadía, 2008; Brammer & Pavelin, 2004; Deephouse & Carter, 2005).

A questão da divulgação socioambiental tem motivado o desenvolvimento de pesquisas sob distintos aspectos. Algumas pesquisas têm buscado avaliar o nível de divulgação de conteúdos com resultados indicando baixa profundidade e abrangência de conteúdo informado pelas empresas sobre suas ações socioambientais (Bouten, Everaert, Van Liedekerke, Moor & Christiaens, 2011; Epstein, 2003). Outro conjunto de trabalhos tem buscado os fatores explicativos da divulgação socioambiental à luz de distintas teorias, com resultados indicando que, de fato, há atributos da empresa, como também fatores exógenos que interferem no *disclosure* socioambiental de empresas (Costa & Crisóstomo, 2017; Naser, Al-Hussaini, Al-Kwari & Nuseibeh, 2006; Wang, Song & Yao, 2013). A literatura tem apontado a estrutura de propriedade como um fator relevante para o grau de conteúdo informado nos relatórios de sustentabilidade, sob o argumento de que conflitos de agência

associados a interesses de acionistas podem interferir na política de responsabilidade social da empresa e respectivo *disclosure* (Eng & Mak, 2003; Ghazali, 2007).

Acionistas controladores tendem a ter um interesse de longo prazo na empresa comparativamente a acionistas minoritários, que podem migrar facilmente seus investimentos para outras empresas. Os objetivos de longo prazo estariam associados à preocupação com a melhoria de imagem e prestígio da empresa, que, por sua vez, teriam relação com a reputação e a legitimação das atividades da empresa (Bebington, Larrinaga-González & Moneva-Abadía, 2008; Crisóstomo & Freire, 2015). Essas preocupações alinham-se com a perspectiva de criação de valor de RSC que também tem uma perspectiva de médio e longo prazo que pode conflitar com interesses de retorno no curto prazo por parte de acionistas minoritários. Em situações de conflito de interesses, acionistas controladores podem fazer prevalecer seu poder no sentido de priorizar seus objetivos mesmo que contrariem aqueles de acionistas minoritários. Esse fato poderia estimular acionistas controladores a se apresentarem no mercado como “socioambientalmente corretos”, na busca de legitimação e reputação, potencializando, dessa forma, as práticas de *disclosure* socioambiental como forma de divulgar tais ações com vistas a ganho de prestígio e imagem, como sugerido pela hipótese a seguir:

**H:** *O nível de disclosure socioambiental da empresa brasileira é influenciado positivamente pela concentração de propriedade.*

## 2.1 Outros fatores explicativos do *disclosure* socioambiental

Há também outros determinantes da divulgação de informações socioambientais por parte da empresa. O elevado nível de possíveis danos socioambientais das atividades corporativas eleva a exigência do conjunto de *stakeholders* por uma postura mais responsável da empresa no sentido de prevenir sinistros ambientais. Essa mais elevada exigência dos *stakeholders*

pressiona a empresa a adotar medidas efetivas de responsabilidade social e ambiental, o que ocasiona elevados níveis de divulgação por parte de companhias de setores ambientalmente mais sensíveis (Wilmshurst & Frost, 2000). De fato, achados de estudos em distintos mercados têm sinalizado que empresas de setores tidos como mais agressivos ao meio ambiente implementam estratégias ambientais proativas para cumprir as normas ambientais e as divulgam, como também seus resultados, o que eleva o grau de *disclosure* (Albertini, 2013; Legendre & Coderre, 2013). Resultados nesse sentido têm sido documentados na Malásia (Said, Hj Zainuddin & Haron, 2009), Reino Unido (Gray, Javad, Power & Sinclair, 2001), Alemanha (Delmas et al., 2011), Estados Unidos (Kolk, Walhain & Wateringen, 2001) e Canadá (Bewle & Li, 2000). Essa argumentação e a evidência internacional motivam aprofundar a avaliação dessa questão no Brasil.

No caso brasileiro, é oportuno comentar-se sobre a Política Brasileira de Meio Ambiental (PBMA), instituída originalmente pela Lei nº 6.938/1981 e alterada pela Lei nº 10.165/2000, que institui a Taxa de Controle e Fiscalização Ambiental (TCFA), classificando as atividades de determinados setores econômicos como de baixo, médio e alto impacto ambiental. Em linhas gerais, empresas tidas como mais potencialmente agressivas ao meio ambiente terão mais elevadas TCFA. Dessa forma, resultados empíricos apresentados pela literatura sinalizam na direção de que as empresas classificadas como potencialmente poluidoras teriam uma maior motivação para empreender ações socioambientais (Delmas et al., 2011), inclusive incorrendo em mais gastos com atividades dessa natureza (Crisóstomo, Souza & Parente, 2012), o que poderia aumentar seus níveis de *disclosure* de cunho socioambiental (Rover & Santos, 2014; Viana & Crisóstomo, 2016). Esse conjunto de fatores motiva a expectativa de que empresas de setores mais potencialmente agressivos ao meio ambiente tenham um grau mais elevado de divulgação socioambiental.

Sob outro enfoque, seguindo uma tendência mundial de criarem-se ferramentas que demonstrem o esforço das companhias em criar atividades de

sustentabilidade, há o desenvolvimento de índices de sustentabilidade de mercado, como o Dow Jones Sustainability Index – DJSI (Bolsa de Nova York) e o FTSEGood (Bolsa de Londres). No Brasil, a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, criou, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que tem como um dos objetivos estimular a inserção de práticas sustentáveis nas empresas (Rufino, Mazer, Machado & Cavalcante, 2014). No que tange à participação ou não das empresas no ISE, sugere-se que companhias listadas nesse índice tenham níveis superiores de *disclosure* socioambiental comparativamente a empresas não listadas, uma vez que empresas listadas nesse índice devem demonstrar níveis maiores de comprometimento com a sustentabilidade, pois há uma competição acirrada para compor a carteira teórica do ISE, devendo a empresa mostrar que, de fato, tem compromisso efetivo com ações socioambientais (Rover & Santos, 2014). Resultados nessa direção já foram documentados no Brasil no período 2010-2012, sinalizando que, de fato, a carteira do ISE parece ser capaz de congrega companhias comprometidas com a responsabilidade social e sustentabilidade ambiental (Silva, 2016). Essa linha de argumentação motiva a expectativa de que o nível de *disclosure* socioambiental da empresa brasileira é influenciado pela pertinência ao ISE.

A literatura tem sugerido e documentado evidência no sentido de que a rentabilidade e o tamanho das empresas têm influência positiva sobre o grau de divulgação de informações dessa natureza. Acerca da rentabilidade, a Teoria do *Stakeholder* propõe a existência de um ciclo virtuoso entre a RSC e o desempenho da empresa, sob o argumento de que preocupação socioambiental é capaz de criar valor para a empresa a partir do ganho em imagem e reputação, gerando uma sensibilidade positiva da sociedade relativamente à empresa (Freeman & Phillips, 2002). Soma-se a essa proposição o fato de que empresas com mais rentabilidade tendem a ter mais disponibilidade de recursos para o empreendimento de ações de RSC como proposto pela hipótese da folga de recursos (*slack resources*) (Baron, Harjoto & Jo, 2011; Griffin & Mahon, 1997). Essa argumentação, aliada a resultados prévios em diferentes mercados que sinalizam uma influência positiva da rentabilidade sobre a divulgação de informações de natureza

social e ambiental das empresas (Kansal et al., 2014; Marquezan et al., 2015; Michelin, 2011; Zhang, 2015), reforça o argumento de que a rentabilidade tem efeito positivo sobre o grau de *disclosure* socioambiental das firmas brasileiras.

### 3 Metodologia

#### 3.1 Amostra

O estudo reuniu uma amostra de 252 companhias listadas na B3 pertencentes a dez

diferentes segmentos econômicos, conforme classificação proposta pela Economática, observando também a classificação NAICS (*North American Industry Classification System*). O período de análise foi 2010 a 2014, perfazendo um total de 1.252 observações. A Tabela 1 apresenta a distribuição das observações ao longo do período de análise (2010-2014) por segmento econômico.

Tabela 1  
Divisão da amostra por setor econômico

SETOR DE ATUAÇÃO	2010	2011	2012	2013	2014	TOTAL	%
Construção e Transporte	28	28	28	28	28	140	11,18
Serviços Administrativos	20	20	21	20	19	100	7,99
Energia, Gás e Água	42	43	43	43	42	213	17,01
Financeiro	26	26	25	26	25	128	10,22
Tabaco e Bebidas	10	10	10	10	10	50	3,99
Mineração e Química	24	24	24	24	24	120	9,58
Petróleo e Gás	15	15	15	15	15	75	5,99
Têxtil, Vestuário e Calçado	22	22	22	22	22	110	8,79
Papel e Celulose	7	7	7	7	7	35	2,80
Outros	56	57	56	56	56	281	22,44
<b>TOTAL</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>248</b>	<b>1.252</b>	<b>100</b>

A Tabela 2 retrata a amostra segregando-se as empresas pelo nível de impacto ambiental de suas atividades, conforme estabelecido pela atual Política Brasileira do Meio Ambiente, por meio da Lei nº 10.165/2000. Para cada empresa da amostra foi verificado se seu setor estava elencado na lista constante na Lei nº 10.165/2000 como

sendo de Baixo Impacto, Médio Impacto ou Alto Impacto. Empresas de setores não listados na Lei nº 10.165/2000 foram classificadas como “Setor não listado na Lei nº 10.165/2000”, sendo esse grupo constituído por empresas que atuam em setores considerados com mais reduzido potencial de impacto ambiental.

Tabela 2  
Divisão da amostra por setor de acordo com o grau de impacto ambiental segundo a Lei nº 10.165/2000

IMPACTO AMBIENTAL	2010	2011	2012	2013	2014	TOTAL	%
Setor não listado na Lei nº 10.165/2000	115	116	115	115	113	574	45,85
Setor de Baixo Impacto	2	2	2	2	2	10	0,80
Setor de Médio Impacto	99	100	100	100	99	498	39,78
Setor de Alto Impacto	34	34	34	34	34	170	13,58
<b>TOTAL</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>248</b>	<b>1.252</b>	<b>100</b>

### 3.2 Variáveis e modelo

Mensurou-se o índice de *disclosure* socioambiental da empresa por meio de análise léxica e da busca e quantificação de 75 palavras-chaves e expressões relacionadas à divulgação socioambiental nas Demonstrações Financeiras Anuais Completas (DFACs) das empresas – documento de divulgação obrigatória por parte das companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários do Brasil, conforme Instruções CVM nº 358/02, 480/09 e 481/09, contendo o relatório da administração, as demonstrações financeiras, notas explicativas, declaração da diretoria e parecer da auditoria, dentre outros itens. Nesse sentido, cabe destacar que a análise léxica baseada nas DFACs considera o *value relevance* das demonstrações obrigatórias sob a ótica dos agentes de mercado (Al Jifri & Citron, 2009; Hand, 2005; Madeira & Costa, 2015). Além disso, a informação socioambiental contida nesses relatórios, *a priori*, não é obrigatória, tendo a empresa incluído-a nesses relatórios por considerá-la importante. Assim, este trabalho avança a pesquisa ao focar atenção nas DFACs, diferenciando-se de trabalhos anteriores centrados em relatórios de sustentabilidade (Domenico et al., 2015; Marquezan et al., 2015; Silva et al., 2015; Tannuri & Van Bellen, 2014).

Alotaibi (2016) discute que uma das decisões mais relevantes que precisam ser feitas durante a análise léxica é a definição das unidades de análise, uma vez que várias unidades de medida podem ser utilizadas, como a contagem no documento de palavras, frases, linhas, páginas, proporção de páginas ou mesmo uma combinação

destas, vislumbrando-se compensar as limitações e os benefícios de cada método. Gamerschlag et al. (2011) esclarecem que a operacionalização do *disclosure* por meio da busca de termos específicos suaviza a subjetividade presente em diversos estudos que se utilizam da análise de conteúdo, dado que, nestes estudos, cabe ao pesquisador o julgamento sobre determinados aspectos do que se busca quantificar, como se determinada expressão relativa ao *disclosure* devesse ser classificada como positiva ou negativa (Viana & Crisóstomo, 2016). Abhayawansa e Guthrie (2012), Gamerschlag et al. (2011) e Huang, Zang e Zheng (2014) comentam ainda que esse tipo de metodologia fornece resultados concretos em pesquisas de relatórios corporativos, permitindo que o pesquisador avalie a extensão da divulgação de vários itens – especialmente porque em muitas situações as informações de natureza socioambiental são fornecidas principalmente de forma qualitativa.

A escolha das palavras e expressões-chave baseou-se nas diretrizes de divulgação do Global Reporting Initiative (GRI) pela relevância que essa instituição vem alcançando e sua reconhecida *expertise* (Legendre & Coderre, 2013; Marquezan et al., 2015). A Tabela 3 contempla as palavras e expressões pesquisadas nas DFACs das firmas relativas ao *disclosure* socioambiental. A busca e a quantificação das palavras e expressões foi realizada com o auxílio do *software* FineCount, de uso profissional para tabulação e estratificação de diversos fatores em análises de conteúdo (caracteres, espaços, palavras, linhas, páginas, repetições etc.).

Tabela 3

**Palavras e expressões-chave utilizadas para o cálculo do índice de *disclosure* socioambiental**

Absenteísmo	Derramamento(s)	Energia alternativa	Lixo tóxico	Resíduo(s)
Auditoria ambiental	Desenvolvimento profissional	Energia sustentável	Meio ambiental	Responsabilidade do produto
Biodiversidade	Desenvolvimento sustentável	Fauna	Meio ambiente	Reutilização
Campanha(s) de saúde	Direitos humanos	Flora	Oportunidades iguais	Reutilizar
Comunicação interna	Ecologia	Floresta	Ozônio	Risco ambiental
Comunidade(s)	Ecológico	Fome	Passivo ambiental	Saúde do cliente
Convenção(es) coletiva(s)	Educação	Gestão ambiental	Plano de cargos e salários	Saúde ocupacional
Conservação ambiental	Educação ambiental	Impacto ambiental	Política(s) pública(s)	Satisfação no trabalho
Corrupção	Efeito estufa	Incentivo(s) salarial(is)	Projeto(s) social(is)	Segurança do cliente
Creche(s)	Efluente(s)	ISO 14001	Poluição	Socioambiental
Crédito de carbono	Emissão de gás	ISO 26000	Reciclagem	Sustentabilidade
CO2	Emissão tóxica	<i>Know-how</i>	Recursos humanos	Trabalho forçado
Cultura	Emprego(s)	Lazer	Recursos naturais	Trabalho infantil
Custo ambiental	Energia eficiente	Liberdade de associação	Recrutamento(s)	Treinamento(s)
Dano ambiental	Energiarenovável	Limpo	Reflorestamento(s)	Vazamento

Após a quantificação das palavras e expressões buscadas nas DFACs das empresas analisadas, procedeu-se ao cálculo do índice de *disclosure* socioambiental (Isocamb) por meio da

razão entre o número de palavras e expressões totais encontradas e o número de páginas do documento, conforme Equação 1.

$$Isocamb = \frac{(Número\ total\ de\ palavras\ ambientais\ e\ sociais\ pesquisadas)}{(Número\ de\ páginas\ do\ documentos)} \quad (1)$$

Fundamentando-se em estudos anteriores (Caixe & Krauter, 2013; Crisóstomo & Freire, 2015; Crisóstomo & Pinheiro, 2015; Farooq & Zaroauli, 2016; Li et al., 2015), a concentração de propriedade das empresas foi tratada como variável independente, aproximada pelo percentual de ações com direito a voto nas mãos do principal acionista com voto, dos dois principais e dos três principais somados, estimando-se um modelo para cada uma dessas variáveis de concentração de propriedade.

Na perspectiva de melhorar o ajuste do modelo e, dessa forma, dar mais robustez às estimações, figuram no modelo econométrico

proposto também outros fatores sugeridos pela literatura como capazes de interferir no nível de *disclosure* socioambiental: classificação da empresa como sendo um setor potencialmente poluidor; participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresas (ISE) da B3; rentabilidade e tamanho da empresa.

O modelo econométrico proposto neste trabalho para contrastar a hipótese relativa aos efeitos da concentração de controle sobre o *disclosure* socioambiental é representado pela Equação 2, que contempla também as variáveis mencionadas na seção 2:

$$\text{Isocamb}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONC}_{i,t} + \beta_2 \text{D\_10165}_{i,t} + \beta_3 \text{D\_ISE}_{i,t} + \beta_4 \text{RENT}_{i,t} + \beta_5 \text{TAM}_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

Na equação 2, Isocamb (equações 1 e 2) é o índice de *disclosure* socioambiental, calculado pela razão entre o número total de palavras e expressões encontradas e o número de páginas do documento. CONC é a concentração de propriedade, estimando-se o modelo para a concentração acionária nas mãos do primeiro acionista (CONC1), para a concentração acionária nas mãos dos dois primeiros acionistas (CONC2), e para a concentração acionária nas mãos dos três principais acionistas (CONC3). D\_10165 é uma variável *dummy* que apresenta valor 1 caso a empresa seja de um setor potencialmente agressivo ao meio ambiente, e 0 caso contrário, de acordo com a Lei nº 10.165/2000. Essa identificação setorial é feita como na Lei nº 10.165/2000, que classifica os setores de atividade econômica de acordo com seu potencial de agressão ao meio ambiente. D\_ISE é uma variável *dummy* que tem valor 1 caso a empresa *i* faça parte da carteira teórica do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 no ano *t*, e 0, caso contrário. RENT é rentabilidade medida pelo retorno sobre ativos (ROA – *Return on Assets*). TAM é tamanho da empresa aproximado pelo logaritmo neperiano do Ativo Total da companhia.  $\varepsilon$  é o erro do modelo.

Utiliza-se para análise a estatística descritiva que permite uma visão geral das variáveis dos modelos. Testes de comparação de médias de índice de *disclosure* socioambiental permitem uma comparação entre grupos de

empresas. Utilizaram-se testes paramétricos e não paramétricos de modo a conferir mais robustez às análises. Os modelos são estimados por Mínimos Quadrados Ordinários com coeficientes e erros padrões robustos a heteroscedasticidade. Foram também realizados testes para multicolinearidade calculando-se os fatores de inflação da variância (VIF) para as variáveis independentes de cada modelo. Estando os valores de VIF entre 1 e 10, não há problema de multicolinearidade (Bejar, Mukherjee & Moore, 2011; Deshmukh, Goel & Howe, 2013).

## 4 Resultados

A Tabela 4 apresenta estatística descritiva das variáveis da concentração de propriedade e das demais variáveis dos modelos. Constatou-se uma elevada concentração de propriedade das empresas, apresentando maior acionista com voto (CONC1) – em média, 44,19% das ações ordinárias da empresa. Essa proporção eleva-se a até 63,18% quando se consideram os três maiores acionistas (CONC3). Esses resultados estão em consonância com anteriores, que detectam a alta concentração de propriedade da empresa brasileira (Caixe & Krauter, 2013; Crisóstomo & Freire, 2015; Okimura et al., 2007). É possível ainda sinalizar-se uma elevada dispersão da variável ROA, com coeficiente de variação de aproximadamente 10,49.

Tabela 4

### Estatística descritiva das variáveis do modelo

Variável	N	Média	Desvio	CV	Mediana	Mínimo	Máximo
Isocamb	1.252	0,1266	0,1334	1,0534	0,0835	0,0000	1,0118
CONC1	1.252	0,4419	0,2610	0,5907	0,3694	1,0000	0,0014
CONC2	1.252	0,5691	0,2483	0,4363	0,5504	1,0000	0,0014
CONC3	1.252	0,6318	0,2350	0,3719	0,6268	1,0000	0,0014
ROA	1.252	0,0157	0,1644	10,4919	0,0305	0,9309	-1,9474
TAM	1.252	13,6132	2,2992	0,1689	13,8602	20,1488	2,9444

*Nota.* Isocamb = *disclosure* socioambiental. CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do ativo total.

A Tabela 5 apresenta testes paramétricos (*t* de Student) e não paramétricos (*u* de Mann Whitney) de diferenças de médias de atributos da empresa entre companhias listadas e não

listadas no ISE, assim como de empresas com e sem potencial de impacto ambiental, conforme a Política Brasileira de Meio Ambiente.

Tabela 5

**Testes paramétricos e não paramétricos de diferença de médias**

	Empresa presente no ISE?				Empresa com impacto ambiental segundo a Lei nº 10.165/2000?			
	SIM	NÃO	t-test ( <i>p-value</i> )	u-test ( <i>p-value</i> )	SIM	NÃO	t-test ( <i>p-value</i> )	u-test ( <i>p-value</i> )
N	129	1.123			678	574		
Isocamb	0,2213	0,1157	0,000	0,000	0,1556	0,0923	0,000	0,000
CONC1	0,3289	0,4549	0,000	0,000	0,4551	0,4263	0,053	0,002
CONC2	0,4515	0,5826	0,000	0,000	0,5900	0,5444	0,001	0,002
CONC3	0,5012	0,6468	0,000	0,000	0,6558	0,6034	0,000	0,002
ROA	0,0523	0,0115	0,000	0,000	0,0139	0,0177	0,683	0,458
TAM	16,2736	13,3076	0,000	0,000	13,6671	13,5495	0,370	1,000

*Nota.* Isocamb = *disclosure* socioambiental. CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do ativo total.

Pode-se observar que as empresas listadas no ISE, de fato, apresentam médias superiores de *disclosure* socioambiental (Isocamb) do que as demais. Os resultados são robustos a testes paramétricos e não paramétricos. O mesmo ocorre para as companhias cujas atividades são consideradas potencialmente poluidoras, que apresentam níveis mais elevados de divulgação de informações socioambientais em seus relatórios financeiros quando comparadas às firmas tidas como não potencialmente poluidoras. Dessa forma, os resultados aqui apresentados corroboram os resultados de estudos anteriores, realizados sobre a temática (Rover & Santos, 2014; Silva, 2016; Viana & Crisóstomo, 2016), permitindo-se supor uma maior preocupação das empresas listadas no ISE, assim como das empresas classificadas como potencialmente poluidoras, com a divulgação de informações socioambientais para o mercado.

É oportuno observar que as empresas listadas no ISE apresentaram, em média,

rentabilidade superior às das demais (Tabela 5). Trabalhos anteriores atentam para o fato de que as exigências do ISE também se pautam em aspectos econômico-financeiros, e não apenas de caráter ambiental, o que requer das empresas listadas nessa carteira teórica níveis superiores de desempenho econômico (Crisóstomo & Oliveira, 2016; Rufino et al., 2014).

A Tabela 6 apresenta a análise de correlação das variáveis dos modelos. Como pode ser observado, constata-se uma correlação positiva e significativa entre o *disclosure* socioambiental (Isocamb) e as três variáveis utilizadas como *proxy* da concentração de propriedade das empresas (CONC1, CONC2 e CONC3). Dessa forma, parece que as empresas de capital mais concentrado apresentam, de fato, níveis superiores de *disclosure* de natureza social e ambiental, conforme proposto pela hipótese de pesquisa do trabalho, e também de acordo com resultados de pesquisas anteriores (Diez et al., 2012; Huafang & Jianguo, 2007).

Tabela 6

**Matriz de correlação das variáveis do modelo**

	Isocamb	CONC1	CONC2	CONC3	ROA	TAM
ISOCAMB	1,0000					
	-					
CONC1	<b>0,0672</b> (0,0173)	1,0000				
		-				
CONC2	<b>0,0702</b> (0,0130)	0,9319 (0,0000)	1,0000			
			-			
CONC3	<b>0,0517</b> (0,0676)	0,8663 (0,0000)	0,9738 (0,0000)	1,0000		
				-		
ROA	<b>0,0680</b> (0,0161)	-0,0898 (0,0015)	-0,0879 (0,0019)	-0,1028 (0,0003)	1,0000	
					-	
TAM	<b>0,1422</b> (0,0000)	-0,2102 (0,0000)	-0,2394 (0,0000)	-0,2547 (0,0000)	0,2602 (0,0000)	1,0000
						-

*Nota.* Isocamb = *disclosure* socioambiental. CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do ativo total. Os coeficientes de correlação e os *p-values* (entre parênteses) são exibidos.

A Tabela 7 apresenta as estimações dos modelos de *disclosure* socioambiental (Isocamb). Conforme sugerido, a concentração de ações com direito a voto afeta positivamente o nível de *disclosure* de cunho socioambiental da empresa. Os resultados são consistentes nos modelos estimados com diferentes medidas de concentração de propriedade, a partir da soma das ações com direito a voto nas mãos dos três principais acionistas (CONC1, CONC2 e CONC3). Esses resultados dão suporte à hipótese de pesquisa proposta, de que acionistas controladores das empresas brasileiras parecem considerar relevante a questão do *disclosure* socioambiental, aceitando-se, portanto, a hipótese de que, de fato, mais alta concentração de propriedade favorece a divulgação de ações socioambientais. Essa mais alta atenção à divulgação de informações sobre

ações socioambientais da empresa por acionistas controladores contribui para a redução de assimetria informacional entre empresa e mercado, como também entre acionistas majoritários e minoritários. Ao promover redução de assimetria informacional por meio de melhor divulgação, a empresa contribui para a redução de conflitos de agência e dos custos deles decorrentes. Ao mesmo tempo, pelo processo de mais ampla divulgação, a empresa também poderá estar motivada pela preocupação com a melhoria da imagem e reputação, como também com a legitimação de suas atividades. No caso de elevados níveis de concentração de propriedade, essa preocupação com reputação pode estar associada ao interesse de seus acionistas controladores, que, por sua vez, podem estar contribuindo para esse mais intenso *disclosure* socioambiental.

Tabela 7

**Estimativa de modelos referentes ao *disclosure* socioambiental**

Variáveis	(i)	(ii)	(iii)
CONC1	0,0361*** (0,014)		
CONC2		0,0339** (0,015)	
CONC3			0,0267* (0,016)
ROA	0,0420** (0,020)	0,0414** (0,201)	0,0413** (0,021)
TAM	0,0010 (0,002)	0,0011 (0,002)	0,0008 (0,002)
D_10165	0,0228* (0,012)	0,0234** (0,012)	0,0242** (0,012)
D_ISE	0,0570*** (0,012)	0,0569*** (0,012)	0,0564*** (0,012)
constante	0,0576** (0,027)	0,0539* (0,029)	0,0589** (0,029)
N	1.252	1.252	1.252
F (18,1233)	17,68	17,61	17,60
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000
R <sup>2</sup>	0,2267	0,2258	0,2244
Root MSE	0,1181	0,1182	0,1183
VIF médio	1,92	1,93	1,93

*Nota.* A variável dependente é o *disclosure* socioambiental (Isocamb). CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do ativo total. D\_10165 = 1 para empresas classificadas como potencialmente poluidoras, 0 caso contrário. D\_ISE = 1 empresas listadas no ISE, 0 caso contrário. Variáveis *dummy* de setor e de ano constam nos modelos, não sendo exibidas por otimização de espaço. Modelos estimados por mínimos quadrados ordinários. Coeficientes estimados e desvios padrões, em parênteses, estimados robustos a heteroscedasticidade (modelo da Equação 2). Valores dos Fatores de Inflação da Variância (VIF) de todas as variáveis independentes maiores que 1 e menores que 10 indicando ausência de problema de multicolinearidade. \*\*\*, \*\* e \* denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Os resultados apresentados acerca da influência positiva da concentração de propriedade sobre o *disclosure* socioambiental da empresa brasileira alinham-se aos achados de estudos realizados em outros países, como na Espanha e na China (Diez et al., 2012; Huafang & Jianguo, 2007), e são distintos de resultados de pesquisas em outros países, como no Quênia, Singapura e Malásia (Barako et al., 2006; Eng & Mark, 2003; Razak & Mustapha, 2013). O sistema legal dos países pode ser um fator que contribua para essa diferença, uma vez que esse segundo grupo de países se caracteriza pelo sistema jurídico *Common*

*Law*, diferentemente do Brasil e dos outros dois países mencionados, que têm um sistema mais alinhado com o estilo *Civil Law*.

Esses achados indicam que acionistas controladores teriam propensão a ter uma política socioambiental mais abrangente, a empreender ações socioambientais e a divulgar informações sobre essas ações de forma voluntária. Esse mais alto grau de divulgação pode ser realizado visando à legitimação de ações da empresa, como sugere a Teoria da Legitimação e obtenção de ganhos de reputação para a empresa que tem sua imagem associada à de acionistas controladores

que também ganham com o melhor prestígio da empresa (Bebbington, Larrinaga-González & Moneva-Abadía, 2008; Crisóstomo & Freire, 2015; Deephouse & Carter, 2005). Nesse contexto, merece menção a provável visão de longo prazo de acionistas controladores com relação à empresa, o que é um fator que contribui para a busca de melhor reputação e imagem da companhia, que é importante em longo prazo. Sob o enfoque da Teoria da Agência, o poder de acionistas controladores pode explicar essa busca por legitimação e ganho em imagem da empresa, normalmente em médio e longo prazo, mesmo à custa de benefícios de curto prazo, que estão mais associados a interesses de gestores (agentes) e acionistas minoritários.

É importante mencionar ainda o resultado no sentido de a influência positiva do fato de a empresa fazer parte da carteira do ISE (D\_ISE) sobre o grau de divulgação socioambiental, como esperado. Empresas componentes do ISE estariam de fato apresentando mais elevado grau de *accountability* frente a seus *stakeholders*, o que tem reflexo positivo no grau de divulgação socioambiental. Esse resultado está em concordância com pesquisas anteriores no Brasil (Crisóstomo & Oliveira, 2016; Rover & Santos, 2014; Rufino et al., 2014; Silva, 2016). Empresas que compõem a carteira teórica do ISE estariam, de fato, tendo uma maior sensibilidade às pressões dos vários *stakeholders* da empresa, no sentido de ter um mais elevado comprometimento socioambiental como proposto pela Teoria *Stakeholder* (Freeman & Phillips, 2002), o que as levaria a ter um alto nível de divulgação de informação sobre ações socioambientais como forma de atender às demandas de seu coletivo de *stakeholders*.

Também como esperado, empresas de setores potencialmente agressivos ao meio ambiente (D\_10165) têm um mais elevado grau de divulgação socioambiental. Tais empresas, talvez por força da forte regulação e atenção da fiscalização governamental a suas atividades, podem estar adensando sua divulgação socioambiental como forma de legitimar suas ações e sinalizar sua alta preocupação com aspectos socioambientais, como apontado pela Teoria da Legitimação. Pode-se

aqui também considerar que há a presença de um possível efeito regulatório (*enforcement*) da Política Nacional de Meio Ambiente, como a literatura tem sugerido (Feldman & Perez, 2009; Pedersen, 2013; Viana & Crisóstomo, 2017). O enfoque *Stakeholder* preconiza que a pressão dos *stakeholders* pode ser capaz de tornar a empresa mais atenta a questões socioambientais. Essa pressão dos *stakeholders* pode ser feita diretamente junto ao agente empresarial como também frente aos organismos reguladores, que podem efetivamente criar normas legais que obriguem as empresas a ter uma conduta mais ambientalmente responsável. Sob essa ótica, esse resultado com relação a empresas com mais potencial de agressão ambiental responde positivamente ao sugerido pela Teoria *Stakeholder*.

Os resultados ainda mostram que a rentabilidade da empresa brasileira parece ser capaz de impulsionar o grau de divulgação de informação de cunho socioambiental da empresa brasileira, como sugerido pela literatura (Baron et al., 2011; Kansal et al., 2014; Marquezan et al., 2015; Zhang, 2015) e sinalizando uma possível folga financeira da empresa brasileira que lhe permite uma ter uma melhor atenção a sua atuação socioambiental. Por outro lado, os resultados indicam ausência de efeito do tamanho da empresa sobre o *disclosure* socioambiental contrariamente ao esperado e obtido em trabalhos anteriores, que encontraram relação positiva entre o tamanho e o nível de divulgação socioambiental da empresa, na suposição de ganhos de economia de escala nas grandes empresas, sugerindo que estas apresentam mais capacidade de publicar informações a um custo menor (Abdullah et al., 2015; Correa, Gonçalves, Sanches & Moraes, 2018). Há ainda a argumentação na defesa do fato de que as motivações que levam a empresa a empreender ação socioambiental não diferem entre empresas maiores e menores (Baumann-Pauly, Wickert, Spence & Scherer, 2013; Udayasankar, 2008). Essa sugestão de não haver distinção de motivação pode ter efeito na divulgação de informação socioambiental pelas Demonstrações Financeiras Anuais Completas de caráter obrigatório. Empresas de maior porte podem estar investindo em um maior nível de divulgação em relatórios

específicos de sustentabilidade que têm mais visibilidade.

## 5 Conclusões

O presente estudo investigou a influência da concentração de controle acionário sobre o *disclosure* socioambiental da empresa brasileira. Os resultados indicam que as empresas com maiores níveis de concentração acionária são mais propensas a divulgar voluntariamente informações de cunho socioambiental. Adicionalmente, constatou-se ainda que as empresas que participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial, e que são classificadas pela Política Nacional do Meio Ambiente (Lei nº 10.165/2000) como de setores mais potencialmente agressivos ao meio ambiente divulgam mais informações de natureza social e ambiental do que as demais.

Os resultados apontam no sentido de que uma maior concentração de propriedade contribui para um superior nível de *disclosure* de informações de natureza socioambiental em relatórios financeiros da empresa brasileira, amparando a sugestão de que grandes acionistas estão preocupados em divulgar como forma de legitimar sua atuação, como propõe a Teoria da Legitimação, e assim obter ganhos de reputação para a empresa, que tem sua imagem muito associada à de acionistas controladores, que se beneficiam diretamente da visibilidade positiva da empresa. Sob o enfoque da Teoria da Agência podem-se também identificar conflitos de interesse, uma vez que acionistas controles com muito poder podem estar, de certa forma, enfatizando essa demanda por legitimação e ganho em imagem da empresa, normalmente obtidos em médio e longo prazo, mesmo que esse processo possa trazer prejuízo a benefícios de curto prazo visados por gestores (agentes) e acionistas minoritários, que nem sempre serão beneficiados com esses ganhos incertos no longo prazo.

Sobre a superior divulgação de informações socioambientais por parte das empresas que compõem a carteira teórica do ISE, pode-se conjecturar que essa realidade reflete o nível de exigência que existe no processo seletivo das empresas para compor essa carteira. As empresas presentes no ISE estariam, de fato, tendo um mais alto grau de divulgação socioambiental, refletindo

uma possível mais alta responsabilidade frente a seu coletivo de *stakeholders*. Empresas que passam pelo crivo da seleção do ISE estariam, portanto, mais sensíveis às pressões do vários *stakeholders* e tendo uma maior preocupação socioambiental, como preconizado pelo enfoque *Stakeholder*. Essa preocupação mais elevada estaria sendo veiculada por meio da divulgação socioambiental.

Empresas classificadas pela Política Brasileira de Meio Ambiente (PBMA) como de setores mais potencialmente agressivos ao meio ambiente parecem ter mais alto nível de divulgação socioambiental. Esse achado pode ser explicado sob a ótica do enfoque *Stakeholder*, uma vez que *stakeholders* podem incitar a empresa a ter uma melhor conduta socioambiental, como também órgãos reguladores a aprimorar normas no sentido de coagir as empresas nesse sentido. O aprimoramento de leis de conduta ambiental pode também levar a um possível efeito *enforcement*, que pode também ser um fator explicativo desse resultado. Ao mesmo tempo, as empresas de setores mais potencialmente capazes de depreciar o meio ambiente podem estar divulgando mais sua política socioambiental como forma de legitimar-se diante da sociedade e, assim, obter melhoria de prestígio perante seus *stakeholders*, como previsto pela Teoria da Legitimação.

Os resultados desta pesquisa sugerem que, de fato, há atributos da empresa brasileira que interferem em seu grau de *disclosure* socioambiental voluntário, com amparo em distintos enfoques teóricos. Dessa forma, acredita-se que o trabalho contribui para a literatura em alguns pontos importantes. O trabalho utiliza um índice de divulgação socioambiental baseado em análise léxica de relatórios de demonstrações contábeis obrigatórias. Essa operacionalização é relativamente nova no Brasil e a utilização de relatórios obrigatórios evita o viés de divulgação voluntária presente em relatórios de sustentabilidade que são opcionais, sendo assim feitos por empresas que estão investindo mais fortemente nessa divulgação. Além disso, merece menção também o longo período de análise (2010-2014), comparativamente a trabalhos anteriores no Brasil, e a redução da subjetividade da análise ao basear-se em termos específicos consagrados na

literatura. Por fim, a pesquisa aponta atributos da empresa ainda pouco considerados pela literatura como capazes de interferir no grau de divulgação socioambiental voluntária, como é o caso da concentração de propriedade, o fato de a empresa figurar no índice de sustentabilidade ISE e de atuar em um setor com mais potencial de causar danos ao meio ambiente.

Como mencionado, o presente trabalho agrega contribuição à pesquisa acadêmica ao utilizar um índice de divulgação socioambiental baseado em análise léxica de relatórios de demonstrações contábeis obrigatórias em um longo período de cinco anos no Brasil. Além disso, o trabalho também provê resultados interessantes para o mercado. Os achados indicam que mais alta concentração de propriedade está associada a mais elevado nível de divulgação socioambiental, o que pode ser um sinal de que acionistas com grande proporção de ações estão mais atentos a tal divulgação em razão de seus benefícios. Os resultados também indicam um mais alto nível de divulgação em empresas que figuram no ISE, indicando que o esforço da empresa para compor esse índice parece estar acompanhado por mais divulgação de ação socioambiental. Empresas de setores classificados como mais potencialmente danosos ao meio ambiente também tendem a ter mais alto grau de divulgação socioambiental, o que pode ser resultado de mais pressão sobre tais empresas no tocante à responsabilidade ambiental, sendo a divulgação uma forma que elas encontram para prestar contas à sociedade.

Como perspectiva de trabalhos em continuidade a este, vislumbramos a utilização de outros relatórios para a mensuração do nível de *disclosure*, como também a consideração de fatores adicionais como possíveis motivadores da divulgação socioambiental. Estudos com essa temática também parecem promissores, uma vez que há setores com características peculiares que podem impulsionar o grau de divulgação desse tipo de informação.

## Agradecimento

Agradecemos o apoio financeiro da Fundação para Ciência e Tecnologia, concessão UID/GES/00315/2019.

## Referências

- Abdullah, W. A. W., Percy, M., & Stewart, J. (2015). Determinants of voluntary corporate governance disclosure: Evidence from Islamic banks in the Southeast Asian and the Gulf Cooperation Council regions. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 262-279.
- Abhayawansa, S., & Guthrie, J. (2012). Intellectual capital information and stock recommendations: Impression management? *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 398-415.
- Albertini, E. (2013). Does environmental management improve financial performance? A meta-analytical review. *Organization & Environment*, 26(4), 431-457.
- Al Jifri, K., & Citron, D. (2009). The value-relevance of financial statement recognition versus note disclosure: Evidence from goodwill accounting. *European Accounting Review*, 18(1), 123-140.
- Alotaibi, K. O. (2016). *Determinants and consequences of CSR disclosure quantity and quality: Evidence from Saudi Arabia* (Tese de Doutorado). Plymouth University, Plymouth, UK. Recuperado de <https://pearl.plymouth.ac.uk/bitstream/handle/10026.1/5332/2016Alotaibi10416096PhDd..pdf?sequence=1>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of institutional factors on properties of accounting earnings: International evidence. *Journal of Accounting & Economics*, 29(1), 1-52.
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Baron, D. P., Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). The economics and politics of corporate social performance. *Business and Politics*, 13(2), 1-46.

- Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2016). *The economic consequences associated with integrated report quality: Early evidence from a mandatory setting*. Recuperado de [https://www.iuc.bwl.uni-muenchen.de/wissensch\\_veranstaltungen/arw---neu/paper\\_arw-marybarth\\_09\\_05\\_16.pdf](https://www.iuc.bwl.uni-muenchen.de/wissensch_veranstaltungen/arw---neu/paper_arw-marybarth_09_05_16.pdf)
- Batista, A. B., Cruz, N. V. S., & Bruni, A. L. (2016). Fatores determinantes do nível de divulgação ambiental nas maiores transnacionais brasileiras. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(3), 140-161.
- Baumann-Pauly, D., Wickert, C., Spence, L. J., & Scherer, A. G. (2013). Organizing corporate social responsibility in small and large firms: Size matters. *Journal of Business Ethics*, 115(4), 693-705.
- Bebbington, J., Larrinaga-González, C., & Moneva-Abadía, J. M. (2008). Legitimizing reputation: The reputation of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 371-374.
- Bejar, S., Mukherjee, B., & Moore, W. H. (2011). Time horizons matter: The hazard rate of coalition governments and the size of government. *Economics of Governance*, 12(3), 201-235.
- Bewley, K., & Li, Y. (2000). Disclosure of environmental information by Canadian manufacturing companies: A voluntary disclosure perspective. *Advances in Environmental Accounting & Management*, 1, 201-226.
- Bouten, L., Everaert, P., Liedekerke, L. V., Moor, L. de, & Christiaens, J. (2011). Corporate social responsibility reporting: A comprehensive picture? *Accounting Forum*, 35(3), 187-204.
- Brammer, S., & Pavelin, S. (2004). Building a Good Reputation. *European Management Journal*, 22(6), 704-713.
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), 440-472.
- Brown, D. L., Guidry, R. P., & Patten, D. M. (2009). Sustainability reporting and perceptions of corporate reputation: An analysis using fortune. In M. Freedman & B. Jaggi (Eds.), *Sustainability, Environmental Performance and Disclosures* (Vol. 4, pp. 83-104). Bingley: Emerald Group Publishing Limited.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153.
- Cardoso, V. I. C., Luca, M. M. M. de., & Gallon, A. V. (2014). Reputação corporativa e o disclosure socioambiental de empresas brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(2), 26-44.
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85-105.
- Correa, J. C., Gonçalves, M. N., Sanches, S. L. R., & Moraes, R. de O. (2018). Disclosure socioambiental de empresas Norte-Americanas listadas na NYSE: Características e os possíveis fatores para a divulgação voluntária. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 53-77.
- Costa, B. M. N., & Crisóstomo, V. L. (2017). Comprehensiveness of corporate social responsibility reports of Brazilian Companies: An analysis of its evolution and determinants. *Cuadernos de Contabilidad*, 18(45), 125-151.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. G. (2015). Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), 1-30.
- Crisóstomo, V. L., & Oliveira, M. R. (2016). Uma Análise dos Determinantes da Responsabilidade Social das Empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 13(4), 75-97.
- Crisóstomo, V. L., Souza, J. L., & Parente, P. H. N. (2012). Possível efeito regulatório na

responsabilidade socioambiental da empresa brasileira em função da Lei nº10.165/2000. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 6(3), 157-170.

Crisóstomo, V. L., & Freire, F. S. (2015). The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(55), 987-1006.

Cullinan, C. P., Wang, F., Wang, P., & Zhang, J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(1), 1-16.

Deephouse, D. L., & Carter, S. M. (2005). An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of Management Studies*, 42(2), 329-360.

Delmas, M., Hoffmann, V. H., & Kuss, M. (2011). Under the tip of the iceberg: Absorptive capacity, environmental strategy, and competitive advantage. *Business & Society*, 50(1), 116-154.

Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

Diez, J. L. G., Gago, R. F., & Garcia, L. C. (2012). Propriedad y control en la puesta en práctica de la RSC. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 15(1), 1-11.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.

Domenico, D. D., Dal Magro, C. B., Mazzioni, S., Preis, M. B., & Klann, R. C. (2015).

Determinantes do nível de *disclosure* nos relatórios de sustentabilidade em conformidade com o Global Reporting Initiative. *Revista Gestão & Sustentabilidade Ambiental*, 4(2), 4-30.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.

Epstein, M. J. (2003). The identification, measurement, and reporting of corporate social impacts: Past, present, and future. *Advances in Environmental Accounting & Management*, 2(1), 1-29.

Faller, C. M., & Knyphausen-Aufse, D. Z. (2018). Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 15-40.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

Farooq, O., & Zarouali, I. (2016). Financial centers and ownership concentration: When is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 38(3), 236-245.

Feldman, Y., & Perez, O. (2009). How law changes the environmental mind: An experimental study of the effect of legal norms on moral perceptions and civic enforcement. *Journal of Law and Society*, 36(4), 501-535.

Fernandes, S. M. (2013). Fatores que influenciam o *disclosure* ambiental: Um estudo nas empresas brasileiras no período de 2006 a 2010. *Revista Ambiente Contábil*, 5(2), 250-267.

Frankel, R., & Li, X. (2004). Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 229-259.

- Freeman, R. E., & Phillips, R. A. (2002). Stakeholder theory: A libertarian defense. *Business Ethics Quarterly*, 12(3), 331-349.
- Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: Empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 233-262.
- Ghazali, N. A. M. (2007). Ownership structure and corporate social responsibility disclosure: Some Malaysian evidence. *Corporate Governance*, 7(3), 251-266.
- Gray, R., Javad, M., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2001). Social and environmental disclosure and corporate characteristics: A research note and extension. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(3), 327-356.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society Review*, 36(5), 5-31.
- Guedhami, O., & Pittman, J. A. (2006). Ownership concentration in privatized firms: The role of disclosure standards, auditor choice, and auditing infrastructure. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 889-929.
- Hand, J. R. M. (2005). The value relevance of financial statements in the venture capital market. *The Accounting Review*, 80(2), 613-648.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. (2008). *Administração estratégica* (2a. ed.). São Paulo: Cengage Learning.
- Huafang, X., & Jianguo, Y. (2007). Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604-619.
- Huang, A. H., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2014). Evidence on the information content of text in analyst reports. *The Accounting Review*, 89(6), 2151-2180.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kansal, M., Joshi, M., & Batra, G. S. (2014). Determinants of corporate social responsibility disclosures: Evidence from India. *Advances in Accounting*, 30(1), 217-229.
- Kolk, A., Walhain, S., & Wateringen, S. V. de. (2001). Environmental reporting by the fortune global 250: Exploring the influence of nationality and sector. *Business Strategy and the Environment*, 10(1), 15-28.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Legendre, S., & Coderre, F. (2013). Determinants of GRI G3 application levels: The case of the fortune global 500. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), 182-192.
- Lei n. 10.165, de 27 de dezembro de 2000. Altera a Lei no 6.938, de 31 de agosto de 1981, que dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente, seus fins e mecanismos de formulação e aplicação, e dá outras providências. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L10165.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L10165.htm)*
- Li, W., & Zhang, R. (2010). Corporate social responsibility, ownership structure, and political interference: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 96(4), 631-645.
- Lin, C. -P., & Chuang, C. -M. (2011). Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), 585-600.
- Madeira, F. L., & Costa, J. V., Jr. (2015). Value relevance dos outros resultados abrangentes nas companhias abertas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(2), 204-217.
- Marquezan, L. H. F., Seibert, R. M., Bartz, D., Barbosa, M. A. G., & Alves, T. W. (2015). Análise

- dos determinantes do disclosure verde em relatórios anuais de empresas listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(1), 127-150.
- Michelon, G. (2011). Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. *Corporate Reputation Review*, 14(2), 79-96.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Naser, K., Al-Hussaini, A., Al-Kwari, D., & Nuseibeh, R. (2006). Determinants of corporate social disclosure in developing countries: The case of Qatar. *Advances in International Accounting*, 19, 1-23.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M. da., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), 119-135.
- Pedersen, O. W. (2013). Environmental enforcement undertakings and possible implications: Responsive, smarter or rent seeking? *Modern Law Review*, 76(2), 319-345.
- Razak, S. E. A., & Mustapha, M. (2013). Corporate social responsibility disclosures and board structure: Evidence from Malaysia. *Jurnal Teknologi*, 64(3), 73-80.
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2011). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in european listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125-143.
- Rees, W., & Rodionova, T. (2014). The influence of family ownership on corporate social responsibility: An international analysis of publicly listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 184-202.
- Rover, S., & Santos, A. dos. (2014). Revisitando os determinantes do disclosure voluntário socioambiental no Brasil: Em busca de robustez na mensuração da variável socioambiental. *Contabilometria*, 1(2), 15-35.
- Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, 47(2), 217-230.
- Rufino, M. A., Mazer, L. P., Machado, M. R., & Cavalcante, P. R. N. (2014). Sustentabilidade e performance dos indicadores de rentabilidade e lucratividade: Um estudo comparativo entre os bancos integrantes e não integrantes do ISE da BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 6(1), 1-18.
- Said, R., Hj Zainuddin, Y., & Haron, H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*, 5(2), 212-226.
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27.
- Silva, G. R. (2016). A relação entre *disclosure* voluntário de ações sustentáveis e gerenciamento de resultados: um estudo empírico nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 4(16), 108-124.
- Silva, M. N., Lima, J. A. S. O., Freitas, M. A. L., Silva, L. L., Fº., & Lagioia, U. C. T. (2015). Determinantes do *disclosure* ambiental nos relatórios de empresas listadas na Bovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 7(2), 1-15.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-601.
- Tannuri, G., & Van Bellen, H. M. (2014). Indicadores de desempenho ambiental evidenciados nos relatórios de sustentabilidade: Uma análise à luz de atributos de qualidade. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 8(1), 2-19.

Udayasankar, K. (2008). Corporate social responsibility and firm size. *Journal of Business Ethics*, 83(2), 167-175.

Viana, D. B. C., Jr., & Crisóstomo, V. L. (2016). Nível de disclosure ambiental das empresas pertencentes aos setores potencialmente agressivos ao meio ambiente. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(2), 254-273.

Viana, D. B. C., Jr., & Crisóstomo, V. L. (2017). Nível de disclosure socioambiental: Uma análise comparativa entre empresas brasileiras de acordo com o potencial de agressão ao meio ambiente. *Revista de Administração da UFSC*, 10(Ed. Esp.), 79-99.

Wang, J., Song, L., & Yao, S. (2013). The determinants of corporate social responsibility

disclosure: Evidence from China. *Journal of Applied Business Research*, 29(6), 1833-1847.

Wilmshurst, T. D., & Frost, G. R. (2000). Corporate environmental reporting: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13(1), 10-26.

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.

Zhang, J. (2015). Voluntary information disclosure on social media. *Decision Support Systems*, 73, 28-36.

**Autores:**

**1. Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior**, Doutorando em Gestão, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa, Portugal. E-mail: dantebcviana@gmail.com

ORCID

 0000-0001-6902-3057

**2. Vicente Lima Crisóstomo**, Doutor em Finanças, Universidade de Valladolid, Espanha. E-mail: vlc@ufc.br

ORCID

 0000-0002-8593-0471

**Contribuição dos autores**

Contribuição	Dante Baiardo	Vicente Lima
1. Definição do problema de pesquisa	√	√
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√	√
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)		
4. Fundamentação teórica/Revisão de literatura	√	√
5. Definição dos procedimentos metodológicos	√	√
6. Coleta de dados	√	
7. Análise estatística		√
8. Análise e interpretação dos dados	√	√
9. Revisão crítica do manuscrito	√	√
10. Redação do manuscrito	√	√
11. Outra (especificar)		

**Errata**

Onde se lia:

“Rev. Bras. Gest. Neg. São Paulo v.21 n.5 out-dez. 2019 p. 906-927”

Leia-se:

“Rev. Bras. Gest. Neg. São Paulo v.21 n.4 out-dez. 2019 p. 906-927”