



Encontro Internacional sobre Gestão
Empresarial e Meio Ambiente

ISSN: 2359-1048
Dezembro 2016

O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE DISCLOSURE DE SUSTENTABILIDADE: UM ESTUDO BASEADO NA TEORIA DA LEGITIMIDADE

EMERSON ANDRADE GIBAUT
UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
emersongibaut@gmail.com

ANDERSON JOSÉ FREITAS DE CERQUEIRA
UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
andersonjose.freitas@gmail.com

JOSE MARIA DIAS FILHO
UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA - UFBA
zemariadias@uol.com.br

O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE *DISCLOSURE* DE SUSTENTABILIDADE: UM ESTUDO BASEADO NA TEORIA DA LEGITIMIDADE

THE IMPACT OF DISCLOSURE PRACTICES OF SUSTAINABILITY: A STUDY BASED IN THE LEGITIMATE THEORY

RESUMO

A presente pesquisa verificou de que forma o valor de mercado das empresas listadas no ISE impactam nas suas respectivas ações de organização frente as práticas de *disclosure* ambiental. A dimensão analisada na carteira das respostas foi a ambiental, dentro dos critérios avaliados nesta vertente estão inclusos: política, gestão, desempenho e cumprimento legal. O embasamento teórico utilizado foi à teoria da legitimidade que dialoga com os interesses das empresas em transmitir uma concepção visível de afinidade com a sociedade e demais partes interessadas. No campo amostral, foram utilizadas 23 empresas consolidadas que responderam ao questionário do ISE em 2016, de acordo com a BM&FBOVESPA. O estudo buscou responder a seguinte a existência da diferença entre o grau de eficiência das respostas das práticas de *disclosure* ambiental das empresas que divulgam o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) de acordo com o valor de mercado. Para testar as hipóteses foram utilizados testes estatísticos de regressão linear multivariada, correlação de Pearson e comparação de médias de Kruskal-Wallis. Os resultados indicam que o ISE possui associação significativa negativa em relação ao valor de mercado das empresas.

Palavras-chave: Valor de mercado, Teoria da Legitimidade, Práticas de Evidenciação.

ABSTRACT

This research analyzes how the market value of companies listed on the ISE impact in their respective organizational actions on the environmental disclosure practices. The dimension analyzed in the set of responses was environmental. Within the criteria evaluated in this aspect there are: policy, management, performance and legal compliance. The theoretical framework used was the legitimate theory that speaks to the interests of business on transmitting a visible affinity concept with society and other stakeholders. In the sample field, 23 consolidated companies that responded to the questionnaire ISE in 2016, according to BM & FBOVESPA, were used. The study sought to identify the existence of the difference between the degree of efficiency of environmental disclosure practices' responses from companies that disclose the Corporate Sustainability Index (ISE) according to the market value. To test the hypotheses, statistical tests of multivariate linear regression were used, as well as Pearson correlation and comparison of Kruskal-Wallis averages. The results indicate that the ISE has a significant negative association in relation to the market value of companies.

Keywords: *Market value, Legitimate Theory, Disclosure Practices.*

1 INTRODUÇÃO

As mudanças climáticas representam um dos relevantes problemas a serem enfrentados pelos governos e também pela sociedade, mas principalmente pelas empresas pelo difícil processo de manutenção da sua continuidade. Desafio esse, que envolve profundas alterações políticas, sociais, culturais e econômicas, sobretudo na redução das emissões do efeito estufa e na implementação de medidas globais que promovam a transição para uma economia de baixo teor de carbono.

Frente a esse cenário, as empresas são induzidas a apresentar um desempenho satisfatório, com ênfase a apresentar resultados atualizados das suas ações que harmonizem os interesses financeiros com a preservação ambiental. Essas pressões são originadas por distintas partes interessadas, como ONGs, fornecedores, governos, empregados, consumidores e comunidade.

Logo, a principal dificuldade para as empresas, diante da sustentabilidade empresarial, é a representação de táticas de enfrentamento das alterações climáticas e apresentação de relatórios ambientais que satisfaçam às partes interessadas, como forma de conservar sua continuidade com resultados sólidos e, simultaneamente, atender as demandas oriundas dos *stakeholders*. Além disso, é necessário prestar contas aos órgãos responsáveis sobre estas táticas.

O objetivo é demonstrar para os *stakeholders* as ações e os resultados financeiros, social e ambiental, ao usar, para tanto, um instrumento de comunicação consistente que atenda as obrigações de transparência, gestão de riscos, relevância, credibilidade, e de responsabilidade ética e moral. Mas, sobretudo, essas informações devem subsidiar as decisões dos investidores de forma rentável sem prejudicar o meio ambiente, já que esses têm se colocados com uma postura cada vez mais exigente diante dos problemas ambientais que afetam a vida no planeta.

Neste sentido, as corporações tendem a alterar as táticas e seus mecanismos de *disclosure* para encarar os critérios impostos pela economia de baixo carbono, ao gerar informações ambientais padronizadas de forma efetiva, em termos de conhecimento e transparência institucional às partes interessadas e ao mesmo tempo, rever a possibilidade de obter vantagem financeira e melhoria da reputação, como ganhos intangíveis.

As empresas buscam a legitimidade na sociedade e para isto, adotam políticas de sustentabilidade como forma estratégica para garantia da sua continuidade. A evidenciação ambiental também tem este cunho, ou seja, não somente obter uma visibilidade social mas ampliar as suas ações no mercado. Neste sentido, surge a problemática: existe diferença entre o grau de eficiência das respostas das práticas de *disclosure* ambiental das empresas listadas na BM&FBOVESPA que divulgam o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) de acordo com o valor de mercado?

A pesquisa tem como objetivo mensurar a eficiência das respostas das práticas de *disclosure* ambiental das empresas listadas na BM&FBOVESPA que divulgam o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e comparar com o seu respectivo valor de mercado.

Adicionalmente, a pesquisa busca identificar as empresas participantes do ISE, selecionar por setor, verificar os valores de mercado e o lucro das empresas participantes, mensurar os valores das respostas da carteira do ISE pela dimensão ambiental, através da carteira 2016 e por fim, atribuir valores as respostas de cada critério da Dimensão Ambiental: Política, Gestão, Desempenho e Cumprimento Legal.

A pesquisa se justifica pelo investimento em ações para reduzir os efeitos das alterações climáticas sob impacto no desempenho financeiro de mercado e como esses efeitos estão relacionados com as questões intangíveis, como imagem e reputação. Do ponto de vista teórico, esta pesquisa busca explicar se há relação entre a eficiência das respostas para as

práticas de *disclosure* ambiental e o valor de mercado das companhias integrantes da carteira teórica do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, no período 2016.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA LEGITIMIDADE E CONTABILIDADE

As empresas necessitam comunicar a ideia de que são responsáveis, para que o mercado possa fluir sem despertar interesses do governo e exigências da sociedade, além dos acionistas. Para que a situação colabore com a imagem destas entidades, é preciso que a mensagem de responsabilidade social e ambiental seja transmitida e aderida pelas partes interessadas.

Há, portanto, um contrato social que atua invisivelmente, mas que são orientadas pelas forças reais de poder através da legitimidade do aspecto financeiro, político e social. Através deste “contrato”, a sociedade passa a exigir das empresas mais responsabilidade com o meio em que se vive, pois, caso haja uma negligência das entidades, estas serão punidas com a forte tributação do governo, a pressão da sociedade em geral contra as mesmas, por fim, gerando um descrédito que poderá comprometer o futuro da organização.

Muitos são os benefícios obtidos por obter esta legitimidade, como isenção tributária dos governos, minimização de impostos, extensiva carteira de clientes, satisfação do consumidor, menor exigência de salários dos trabalhadores, já que a empresa está sendo vista com relevância no mercado. Ou seja, existem inúmeros motivos para que a empresa se esforce para aderir a todos os processos do senso comum e da direção que aponta o mercado.

Para Hurst (1970) uma das funções da contabilidade é legitimar a continuidade da empresa, neste sentido, pode-se afirmar que a contabilidade participa da organização como protagonista na tomada de decisão. A legitimidade atua na mudança de atitude da sociedade perante as cobranças sociais, a ponto de reivindicar que as entidades atuem dentro da legalidade.

Segundo Lindblom (1994) uma empresa pode se sentir em perigo quando a sua reputação está abalada no mundo empresarial. Na tentativa de gerar uma recuperação, o marketing pode ser considerado uma saída, além de investimentos em programas sociais com forte apelo emocional e clamor popular. Isto, conseqüentemente, produz um efeito cascata em reproduzir uma imagem bem vista da empresa e agenciar expectativas positivas para o seu desempenho.

Deegan, Raking e Voght (2000) investigaram o motivo pelo qual as empresas usavam dados de conteúdo social para promoção da empresa após dados de degradação do meio ambiente serem divulgados. Na verdade, representava uma forma de blindar os efeitos produzidos a partir das divulgações de destruição do meio ambiente, como fonte de inibir fatos que prejudicaram a imagem da empresa. Dessa forma, a legitimidade se apoia como fonte de demonstrar uma reputação sólida e inabalável diante de tais acontecimentos vinculados a entidade.

Para Dias Filho (2008), a teoria da legitimidade tem contribuído para explicar o modelo de sentimento utilizado pelas empresas. Neste caso, a teoria possui relevância para explicar e prever o progresso de evidências voluntárias, tais como o ISE de teor ambiental. As práticas de *disclosure* ambiental voluntárias têm a tentativa de serem adotadas como estratégia para reduzir custos políticos.

A Teoria da Legitimidade tem sido vastamente aplicada para esclarecer o estímulo que as entidades possuem para evidenciar relatórios ambientais voluntários, notadamente nas empresas com alto índice de poluição. Conforme Dias Filho (2013), a teoria da legitimidade é

oriunda da teoria dos contratos e passou a ser aplicada na área contábil, prioritariamente, em estudos que buscam explicações para a utilização de certos mecanismos de evidenciação.

Portanto, fundamenta-se na ideia da existência contratual entre as entidades e a sociedade em que elas operam em função do sistema de crenças e valores vigentes. Dessa forma, ainda segundo Dias Filho (2013), parte-se do princípio de que as empresas se legitimam na medida que conseguem alinhar suas práticas com as normas e padrões de comportamento defendidos no ambiente em que atuam.

Segundo Watts e Zimmerman (1990), a hipótese dos custos políticos prevê que grandes empresas tendem a utilizar instrumentos de minimização dos lucros com maior frequência do que as empresas pequenas. Isto acontece porque há uma visibilidade maior e cobranças de diversos segmentos para as empresas maiores. Conforme Lopes e Iudícibus (2012), ao perceber que a empresa sofre intensa atenção de natureza política, sob as condições *ceteris paribus*, os gestores tendem a adotar medidas de transferência do lucro para os próximos exercícios.

A legitimidade é um instrumento que as entidades utilizam para garantir a sua continuidade e manter a sua sobrevivência. Neste sentido, a legitimidade influencia na decisão dos gestores para buscar um apreço das suas atitudes que interferem diretamente na visibilidade diante de toda a sociedade e investidores. Caso a empresa não cumpra o “contrato social” estabelecido por vias não formais, mas do ponto da concepção enraizada no julgamento amplo e difuso, a empresa poderá ser penalizada ao obter repulsão dos seus clientes e fortes exigências para tomadas de empréstimos.

Para Gibaut e Dias Filho (2015), a inclusão de indicadores empresariais voltados a políticas de meio ambiente pode representar um possível critério que forneça uma resposta às exigências dos *stakeholders*. Neste sentido, as empresas tendem a inserir novas táticas de aperfeiçoamento dos mecanismos de *disclosure* para prestar contas às tendências mundiais.

Em uma pesquisa realizada por Borba et al. (2012) conseguiu identificar quais fatores que determinam a divulgação voluntária ambiental pelas entidades altamente poluidoras, através da análise das demonstrações contábeis e dos relatórios de sustentabilidade. Para atingir o objetivo proposto, utilizou-se regressão em painel por efeitos aleatórios, com isto, os resultados indicaram que as variáveis tamanho, auditadas pelas *Big Four*, nível de sustentabilidade estão correlacionados com o *disclosure* ambiental.

No estudo de Machado e Ott (2015), analisou como as empresas nacionais de sociedade anônima empregam a evidenciação ambiental como mecanismo de obter a legitimidade. Foram utilizadas as empresas participantes do ISE referente ao ano de 2013, das 30 empresas que compunham a carteira da BM&FBOVESPA, foram coletados relatórios de sustentabilidade para análise de conteúdo. Os resultados obtidos permitiram afirmar que as empresas utilizaram a evidenciação ambiental como instrumento de garantia da legitimidade.

Um estudo realizado por Correa et al. (2015) verificou os tipos de informações ambientais divulgadas pelas empresas de Petrolíferas, de Gás e Biocombustíveis nas demonstrações contábeis. A metodologia adotada foi qualitativa, onde foram utilizadas análise de conteúdo das demonstrações dos últimos três anos. Os resultados apresentados evidenciaram que as entidades zelam por divulgar informações de política ambiental e informações financeiras ambientais no intuito de alcançar a sua legitimidade.

As organizações adquirem ou ratificam a legitimidade através de apoios estratégicos que possibilitam a melhoria da sua imagem, o marketing, por exemplo, representa uma das formas de diálogo das empresas com a sociedade, que estão além das demonstrações contábeis e de relatórios ambientais utilizados como mecanismo de aquisição da legitimidade.

Assim, um dos instrumentos de legitimidade utilizados pelas organizações é a evidenciação de informações socioambientais voluntárias, uma vez que esses tipos de informações se encontram alinhadas com as demandas da sociedade. No entanto, apesar do

crescimento no volume de tais informações, faz-se necessário a melhoria da qualidade e da quantidade de informação reportada. É importante salientar também, que a legitimidade serve também não somente como fonte de adquirir ou reafirmar a legitimidade do mercado, mas também para recuperação da sua própria imagem.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia foi desenvolvida a partir da separação dos grupos formados pelo ISE, de acordo com o setor de atuação empresarial. O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) fomenta uma análise de investimentos voltados para a sustentabilidade. O ISE tem como objetivo a mensuração do retorno das carteiras de ações de empresas que promovem práticas sustentáveis. Dentro da carteira, existem dimensões de respostas das empresas que respondem ao questionário por cada item apresentado diante da esfera de diversos segmentos avaliados.

Neste estudo, verificou-se que a dimensão ambiental possui os respectivos critérios: política, gestão, desempenho e cumprimento legal. Estes critérios possuem indicadores que correspondem a subitens de perguntas inserido nos mesmos critérios. Cada pergunta possui níveis de respostas, para efeito didático e contributivo para o presente estudo, foram atribuídos valores às respectivas respostas, já que o ISE não fornece um gabarito para as questões abordadas.

Foram selecionadas empresas não financeiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA que participaram da carteira 2016 do ISE. A totalidade da amostra final foi de 23 empresas, para cada indicador do ISE se estabeleceu uma pontuação de acordo com o critério de eficiência das respostas. Esta eficiência da resposta foi concatenada com o nível de *disclosure* ambiental do questionário respondido pelas respectivas empresas.

As empresas são divididas por grupos sobre aspecto ambiental da letra A até F. Contudo, o grupo F incluem empresas financeiras que foram excluídas da pesquisa. O grupo A refere-se a recursos naturais renováveis. O grupo B a recursos naturais não renováveis. O grupo C a matérias primas e insumos. O grupo D a transporte e logística. Por fim, o grupo E refere-se a serviços.

Conforme a Tabela 1, os critérios possuem pesos distintos. Estes critérios estão envolvidos a temas como: segurança e saúde no trabalho, serviços ecossistêmicos, recursos hídricos, energéticos, atmosféricos e sólidos. Essa matriz lógica é responsável pelo fundamento do questionário.

O questionário é objetivo, por isso a construção da pontuação foi elaborada da seguinte forma: cada resposta positiva equivale a 1 ponto, caso seja negativa não haverá pontuação. Porém, as respostas das empresas possuem pontuações para cada critério que são ponderados pela própria BM&FBOVESPA, conforme tabela 1. Após a totalidade da pontuação é feita uma média aritmética, pois alguns questionários possuem pequenas variações.

Tabela 1 - Ponderação dos Critérios

Critérios/Grupos	A	B	C	D	E
Política	5	5	5	5	5
Gestão	30	30	30	42	48
Desempenho	40	40	40	31	25
Cumprimento Legal	25	25	25	22	22
Total	100	100	100	100	100

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

O processo econômico demonstra que isto não representa um engajamento no processo de conscientização das mudanças climáticas, ou uma forma de contribuir para a crise global ambiental. Este processo está diretamente ligado a uma forma de se legitimar no mercado ao imprimir uma ideia de coadjuvante na condução de degradação do meio ambiente.

As empresas são responsáveis pelas degradações ao meio ambiente e, como forma de camuflar a ingerência das suas ações devastadoras, utilizam o marketing para driblar as pressões de ambientalistas e sindicalistas.

O ISE é um índice que demonstra isso. É uma forma de demonstrar aos acionistas que estas realizam a conformidade, contribuem para a conservação do meio ambiente e realizam políticas de gestão ambiental. A interferência ambiental está no ápice da discussão porque representa uma questão de impacto global, por isso sofre influência de todo um contexto mundial.

A pesquisa foi dividida em setor como proposta de visualizar facilmente a divisão mercadológica das ações das empresas, além de facilitar o entendimento do leitor. Os setores com maior sensibilidade as práticas ambientais estão possivelmente ligadas ao seu potencial aquisitivo, até para manter o padrão estabelecido e já conquistado.

Os critérios foram adotados no sentido de dar relevância ao valor de mercado e promover o debate sobre quais os fatores que indicam que a empresa possua um alto valor de mercado. A gestão com políticas ambientais favorece o seu crescimento no valor de mercado, pois, mesmo não crescendo no valor contábil, pode-se afirmar que o fato de estar com políticas de melhoria do meio ambiente, eleva a sua imagem diante do mercado de ações.

A população do estudo foi composta por empresas que publicaram as respostas do questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na carteira de 2016, listadas na BM&FBOVESPA.

O resultado foi obtido a partir de uma pontuação obtida pela eficiência das respostas. A meta foi investigar as práticas contábeis de reconhecimento, mensuração e divulgação dos investimentos em ações socioambientais, à luz da teoria da legitimidade, adotadas pelas empresas brasileiras e a sua eficiência para o desempenho organizacional.

Para dar conta de alcançar esse objetivo, separaram-se os grupos a partir de setores através da comparação com valor de mercado da empresa. A importância do resultado avalia o nível dos resultados de cada questão e a influência da evidenciação ambiental e a contribuição para atingir os resultados.

Os grupos foram segregados em percentuais para facilitar a leitura e diagnosticar precisamente quais os setores estão diretamente envolvidos com práticas ambientais sustentáveis, capazes de gerir uma satisfação aos *stakeholders*.

Foram concebidas duas hipóteses para o presente trabalho:

H0: o valor de mercado da empresa não está associado à eficiência ambiental do ISE.

H1: o valor de mercado da empresa está associado à eficiência ambiental do ISE.

As hipóteses foram criadas a partir da conjunção entre o valor de mercado e a eficiência das respostas do questionário ISE. Os valores de mercado das empresas analisadas foram tabelados conforme a tabela 2. As questões abordadas no ISE correspondem às diretrizes para o processo de planejamento e gestão da companhia dentro da política de dimensão ambiental.

Estas diretrizes contribuem para a eficiência ambiental através do incentivo de energias renováveis, redução dos gases poluentes e outras medidas compensatórias que

promovem uma melhoria considerável ao meio ambiente. A partir deste quadro, abordaram-se quais as empresas que contribuíram eficientemente para reverter esta situação.

A partir da análise dos dados, ocorreu a construção de um quadro que mensurou a eficiência de cada empresa fomentando a atribuição de pontos para este sistema.

A seguir delimitou a condição de eficiência de cada empresa participante do ISE. Para isto, atribuiu-se pontos a cada resposta. A pontuação dada foi de um ponto para cada resposta positiva e nenhum ponto para cada resposta negativa, ou seja, a ausência da resposta não aplicou a perda da pontuação, mas apenas a não marcação do mesmo.

Em um sistema de percentual, foi-se dada a imputação de 100% caso houvesse a marcação de todas as respostas. A empresa que não marcou nenhuma resposta, consequentemente, obteve zero, demonstrando sua ineficiência ambiental.

O item pesquisado no estudo foi a Dimensão Ambiental, dividido por quatro critérios: política, gestão, desempenho e cumprimento legal. O critério “política” possui apenas um indicador, este, contempla os aspectos de compromisso, abrangência e divulgação.

As questões buscam verificar a política corporativa da empresa cujas diretrizes são refletidas nos processos de planejamento e gestão. Caso a empresa possua uma política corporativa que contemple este item, o critério “política” avalia quais os mecanismos utilizados para verificação do nível de conhecimento e empenho dos colaboradores internos referentes a esta adoção. Também são mensurados os aspectos de saúde e segurança do trabalho, cujas diretrizes sejam reflexos do encadeamento da política de processamento e gestão.

No critério gestão, a responsabilidade ambiental indica se há atribuições no tocante ao meio ambiente, saúde e segurança do trabalho aos níveis hierárquicos dentro dos cargos da entidade. Busca identificar, inclusive, se o cargo ocupado pelo principal gestor ambiental da empresa. Ainda dentro do critério de gestão, o indicador de planejamento do ISE avalia os riscos e as oportunidades da empresa oriundos das suas atividades operacionais com os serviços ecossistêmicos. Basicamente, este indicador tem como objetivo identificar os impactos ambientais para mitigar a degradação do meio ambiente e as ações sustentáveis desenvolvidas pela empresa.

No critério de desempenho, o primeiro indicador aponta para a importância do consumo de recursos ambientais, ao mensurar as práticas da gestão através do consumo de água, efluentes líquidos, consumo de energia, intensidade energética, emissões atmosféricas, geração de resíduos sólidos e impacto nos ecossistemas e biodiversidade. Os indicadores pontuam através de dados percentuais o impacto da utilização destes recursos por meio das respostas do questionário ISE.

O critério de cumprimento legal aponta para a relevância da preservação ambiental permanente e cadastro ambiental rural, além de identificar o estado da reserva legal e os passivos ambientais. Este critério foca na condição ambiental das propriedades da empresa ou que sejam utilizadas pelas mesmas. Questiona também as condições em relação as áreas de preservação permanente quanto a sua regularização e a reserva legal adotada pela entidade.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Para o tratamento dos dados foi utilizado o *software* SPSS® (*Statistical Package for the Social Sciences*). O uso deste *software* forneceu suporte para executar uma regressão linear multivariada, correlação e comparação de médias. A amostra foi constituída por empresas não financeiras que participaram do ISE – 2016, cuja suas ações são negociadas na BM&FBOVESPA.

Os dados foram coletados pelo sítio “comdinheiro” que forneceu informações sobre as demonstrações contábeis, como também o valor de mercado das empresas deste período. A

totalidade da amostra é de 23 empresas, conforme consta na tabela 2.

Tabela 2 - Característica da Amostra

Nome da Empresa	Dimensão Ambiental	Ativo Total em 2016	Lucro Líquido em 2016	Valor da Empresa em 2016	Média ISE
AES TIETE -	A	4,03	0,57	5,76	10,08
B2W	E	9,44	-0,52	2,42	7,73
BRASKEM	B	52,59	2,66	13,81	11,08
BRF	C	41,55	2,36	36,67	10,2
CEMIG - DISTRIBUIÇÃO	D	42,75	0,68	9,09	9,29
CEMIG - GERAÇÃO	A	15,99	0,96	9,09	10,55
CIELO	E	27,84	3,88	76,48	6,18
CPFL	A	37,95	1,11	20,96	9,49
DURATEX	C	9,37	0,06	5,88	11,8
EDP	E	19,43	1,02	6,49	8,44
ELETROPAULO	D	13,07	0,39	1,41	9,74
EMBRAER	C	38,31	0,11	12,96	8,84
ENGIE	A	14,49	1,62	25	11,18
EVEN	C	5,09	0,1	0,86	10,93
FIBRIA CELULOSE	A	11,92	2,03	10,66	12,36
FLEURY	E	3,31	0,15	4,3	8,85
KLABIN	A	28,11	1,52	18,28	12,23
LIGHT	D	14,27	-0,09	2,3	8,45
LOJAS AMERICANAS	E	18,7	0	20,18	8,03
LOJAS RENNEN	E	5,81	0,59	15,21	6,7
NATURA	C	8,47	0,31	10,99	10,73
TELEFÔNICA BRASIL	E	101,54	3,88	70,86	7,04
WEG	C	13,04	1,19	22,18	10,34

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

A tabela 2 apresenta a caracterização da amostra com as variáveis utilizadas no presente estudo. Os valores que constam na tabela supracitada, como também nas demais, estão representados em bilhões. Grande parte da amostra é constituída por empresas controladoras. No que tange à dimensão ambiental, a amostra é heterogênea. Apenas uma empresa consta na dimensão “B”. Em seguida, a dimensão “D” possui 3 empresas. Em contrapartida, as demais dimensões são homogêneas. As dimensões “A” e “C” possuem 6 empresas. Já a dimensão “E” possui o maior quantitativo de empresas (7).

Na tabela 3, a amostra é dividida por dimensão ambiental, de acordo com as variáveis: ativo total, lucro líquido e valor de mercado da empresa. Estas variáveis são concatenadas com as médias obtidas das respostas do questionário ISE.

A área ambiental foi utilizada como a dimensão para o presente estudo. No processo

de avaliação dos critérios adotados por cada empresa, utilizou-se somente as empresas (holding), as controladas foram eliminadas do processo para facilitar a discussão da pesquisa.

Tabela 3 - Dimensão Ambiental

Dimensão Ambiental	Ativo Total em 2016	Lucro Líquido em 2016	Valor da Empresa em 2016	Média ISE
A	18,7483	1,3019	14,9575	10,9792
B	52,5900	2,6600	13,8100	11,0750
C	19,3050	,6882	14,9240	10,4708
D	23,3633	,3288	4,2667	9,1583
E	26,5814	1,2856	27,9914	7,5643

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

A tabela 4 consolida as empresas por dimensão ambiental. As empresas que estão incluídas na dimensão ambiental “A” são aquelas que possuem aspectos ambientais de referência relacionadas a recursos naturais renováveis. Em média, o ativo total das empresas deste grupo é de R\$ 18,75 bilhões, representando o menor resultado. Em contrapartida, a dimensão ambiental “B” (não renováveis) possui o maior valor de ativo total. Contudo, esse grupo apresenta apenas uma empresa, demonstrando irrelevância para fins comparativos. Sendo assim, os grupos “A” e “C” (matérias primas e insumos) possuem as maiores médias em relação as melhores práticas ambientais. Curiosamente, as empresas do grupo “E” (serviços) que possuem a menor média em relação às práticas ambientais lideram a variável de valor de mercado da empresa.

Tabela 4 - Modelo de Regressão

Modelo de Regressão	B	t	Sig.
Média ISE	-4,796	-3,726	,002
Ativo Total em 2016	,012	,096	,925
Lucro Líquido em 2016	12,866	5,801	,000
(Constant)	49,149	3,672	,003
N	23		
R ² ajustado	0,815		

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

Para estimar se o valor de mercado da empresa é influenciado pelas informações sobre o ativo total, lucro líquido e o ISE, foi elaborado um modelo de regressão linear, conforme apresentada na equação 1.

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 \quad (1)$$

Onde:

$$y = \text{Valor de mercado em 30/06/2016}$$

a = Corresponde a um coeficiente técnico fixo, a um valor de base a partir do qual começa y

b = Corresponde aos coeficientes técnicos atrelados às variáveis independentes

x₁ = Média ISE

x₂ = Ativo total em 30/06/2016

x₃ = Lucro líquido em 30/06/2016

O modelo de regressão aponta que 81,5% da variância das variáveis independentes possui capacidade de explicar o valor de mercado das empresas em junho de 2016. A média ISE possui alta significância (sig. < 0,01), indicando que existe uma associação negativa (B = -4,796) com o valor de mercado da empresa, portanto, a hipótese nula é rejeitada uma vez que há associação entre as variáveis. Além disso, o lucro líquido apresentou uma relação positiva altamente significativa (sig. < 0,01). Já o ativo total, não apresentou uma relação significativa.

Para dar robustez e validar o modelo de regressão foram feitos alguns testes. O primeiro teste foi para identificar se existe multicolinearidade entre as variáveis. O segundo teste foi o de autocorrelação, previsto na estatística de Durbin-Watson (DW). Quando o DW está próximo de 2 significa que não há autocorrelação entre as variáveis, portanto, o resultado do modelo atende esse pressuposto. O teste de normalidade utilizado foi o Shapiro-Wilk (amostra < 30), aplicado para identificar o comportamento normal da distribuição dos resíduos. Por fim, foi aplicado o teste da homoscedasticidade para identificar se a variância dos resíduos está constante em todo espectro das variáveis independentes.

Tabela 5 - Pressupostos

Pressuposto	Teste	Resultado
Autocorrelação	Durbin-Watson	2,305
Multicolineriedade	<i>Tolerance</i>	1 < 0,1
	VIF	1 > 10
Normalidade	Shapiro-Wilk (sig. Bicaudal)	0,221
Homoscedacidade	ANOVA dos Resíduos	0,993

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

Conforme a tabela 5, os resultados apontam que o modelo de regressão atendeu os pressupostos sinalizados por Gujarati e Porter (2011). Não há autocorrelação das variáveis independentes, pois o resultado DW está próximo de 2. O resultado do *Shapiro-Wilk* foi superior ao nível de significância de 5%, indicando uma distribuição normal dos dados. Em seguida foi aplicado o teste de homoscedasticidade para identificar se os dados regredidos estão concentrados em torno da reta.

O resultado de ambos os modelos demonstra um comportamento homogêneo da regressão. Por último, foi aplicado o teste de multicolinearidade através dos índices: *Tolerance* e *Variance Inflation Factor* (VIF). Segundo Gujarati e Porter (2011), há multicolinearidade aceitável entre as variáveis independentes, pois o resultado do *Tolerance*

está entre $0,10 > 1$ em ambos os modelos, como também o VIF, uma vez que o resultado está entre $1 > 10$.

Adicionalmente, o teste de correlação de Pearson foi aplicado para identifica o grau de associação entre as variáveis, evidenciado na Tabela 6. O resultado aponta que o valor de mercado está muito associado de forma significativa (sig. $< 0,01$) com o lucro líquido da empresa ($p = 0,847$). Ou seja, o lucro líquido da empresa possui uma altíssima associação com o preço das ações negociadas na BM&FBOVESPA. Já a média ISE, apesar de ser significativa (sig. $< 0,05$), a relação com o valor de mercado da empresa é considerada boa ($p = -0,436$).

Tabela 6 - Correlação das Variáveis

	Ativo Total em 2016	Lucro Líquido em 2016	Valor da Empresa em 2016	Média ISE
Ativo Total em 2016	1	,668**	,639**	-,233
Lucro Líquido em 2016		,000	,001	,284
Valor da Empresa em 2016		1	,847**	-,103
Média ISE			,000	,639
			1	-,436*
				,037
				1

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

Para identificar o impacto dos critérios em relação às dimensões ambientais foi utilizada a comparação de médias de amostras independentes de Kruskal-Wallis, conforme Tabela 7. Vale ressaltar, que o grupo B foi excluído por ter um desvio-padrão em 0, pois só há uma empresa neste grupo.

Tabela 7 - Comparação de Médias

Dimensão Ambiental	ISE Política	ISE Gestão	ISE Desempenho	ISE Cumprimento Legal
A	0,6167	28	13,1333	2,1667
sig. (bi-caudal)	0,000	0,000	0,000	0,001
C	0,5167	20,1	18,9333	2,3333
sig. (bi-caudal)	0,000	0,000	0,000	0,002
D	0,5667	25,3	9,6	1,1667
sig. (bi-caudal)	0,003	0,003	0,024	0,128
E	0,3643	19,7143	8,5714	1,5417
sig. (bi-caudal)	0,004	0,000	0,000	0,000

Fonte: elaborado pelos autores, 2016

Os resultados apontam que em todos os grupos, o critério que possui maior relevância é o de gestão. Inversamente, o critério com menor influência é o de política. Em relação aos grupos, o grupo A apresenta as maiores ações ambientais significativas na gestão da empresa. Já o grupo C possui as maiores ações ambientais no desempenho e na gestão, ambos significativos.

As empresas que pertencem na dimensão D e E apresentam maiores ações ambientais na gestão. No parâmetro geral, as empresas pertencentes ao grupo E apresentam os menores resultados. Esse resultado indica que estas empresas adotam menos ações ambientais em relação às demais.

O resultado demonstrou que a maioria das empresas, de maior valor de mercado, não é eficiente na dimensão ambiental e varia de cada setor para o seu desempenho. A hipótese H0 deve ser rejeitada, porque “o valor de mercado da empresa não está associado à eficiência de planejamento e gestão do ISE” corresponde a uma hipótese falsa. Portanto, confirma-se a hipótese H1 ao evidenciar que o valor de mercado da empresa está associado a melhor eficiência de planejamento e gestão do ISE.

Para cada empresa, os valores foram tabulados no programa Microsoft Excel® 2013, após a tabulação, os dados foram lançados no SPSS com o objetivo de atingir uma média geral de todos os critérios. Cada critério foi comparado com o seu respectivo valor de mercado e comparado com as suas ações.

O ISE faz uma distinção entre os grupos avaliados a partir da carteira de respostas recebidas por cada empresa, ao todo são 6 grupos referenciados da letra A até a F. O grupo “A” refere-se as empresas de recursos naturais renováveis; o grupo “B” faz referência aos recursos naturais não renováveis; o grupo “C” às matérias primas e insumos; o grupo “D” ao transporte e logística e o grupo “E” está relacionado aos serviços. O grupo “F” foi eliminado da amostra por se tratar de empresas do ramo financeiro.

Desta forma, cada grupo possui as suas particularidades na abordagem da dimensão ambiental, como lidam com cada aspecto, produtos, formas, máquinas e equipamentos, reutilização de produtos, enfim, cada setor possui um conjunto de perguntas direcionadas à formatação do seu ambiente. Assim, o ISE articula as perguntas e respostas no intuito de adequar cada setor em um padrão dimensional capaz de satisfazer o usuário da informação e enquadrar a empresa em um leque que lhe forneça respaldo para atender a demanda ambiental.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A função da pesquisa foi identificar as ações de planejamento e gestão do ISE, associadas aos valores de mercado e a eficiência desta performance, na carteira da BM&FBOVESPA, em 2016.

É evidente que há associação entre o valor de mercado da empresa e a sua eficiência do planejamento e da gestão. Contudo, o mercado não absorve a evidenciação das práticas de sustentabilidade das empresas nas decisões de compra e venda de ações. As empresas que possuem maior valor de mercado não são eficientes na dimensão ambiental, isto pode ser explicado porque as maiores empresas lidam diretamente com produtos que agredem o meio ambiente.

As entidades que possuem menor valor de mercado estão mais preocupadas com a política do ISE, isto pode ser explicado porque as empresas de menor porte tendem a ter um interesse maior no seu crescimento e comercializam diretamente com materiais que acarretam custos maiores e danos ao meio ambiente. O interessante é que as empresas de maior porte não atuam com política de gestão e planejamento de mudanças climáticas, mas pode-se ter uma ideia que elas se legitimam no mercado através de propaganda e do uso constante do marketing.

Desenvolver ações no tocante ao meio ambiente exige mais do que propaganda, exige ação, apreço com social e interação com diversas comunidades: ambientalistas, pesquisadores, consumidores, acadêmicos e a população generalizada.

A exigência mais significativa dos *stakeholders* fica na conta das maiores empresas, pois, por serem companhias de grande porte, logo, toda a atenção sobre as suas respectivas ações ficam por conta destas. Este estudo contribui, portanto, para que outros trabalhos sejam produzidos a fim de incentivar a reflexão contábil dentro do campo ambiental. O ISE é um importante balizador para visualizar as ações que são tomadas nas empresas, as suas decisões e principalmente, a promoção empresarial do impacto no meio ambiente.

Como sugestão, fica a possibilidade de utilizar outros índices da contabilidade, como por exemplo, ativo, passivo, grau de endividamento, lucro por ação, EBITDA, grau de alavancagem, margem operacional e os índices de liquidez, para compará-los com outros critérios da carteira de respostas do ISE, como por exemplo, governança corporativa.

REFERÊNCIAS

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Indices/ISE.pdf>>. Acesso em: 05. Set. 2016.

BORBA, José A; et al. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista Administração**, São Paulo, 2012.

CHO, C. H., PATTEN, D. M. Corporate disclosure of environmental capital expenditures. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 25(3), 486-507, 2012.

CORREA, Juliane Campoe; et al. Disclosure Ambiental das Companhias do Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis Listadas na BM&FBOVESPA: uma Análise à Luz da Teoria da Legitimidade. **Revista de Gestão e Sustentabilidade**, 2015.

DEEGAN, C. RANKIN, M., VOGHT, P. Firms' Disclosure Reactions to Major Social Incidents: Australian Evidence. **Accounting Forum**, vol. 24, Nº. 1, pp. 100-30, 2000.

DIAS FILHO, José Maria. 2008. A Pesquisa Qualitativa sob a Perspectiva da Teoria da Legitimidade: Uma Alternativa para Explicar e Predizer Políticas de Evidenciação Contábil. **Enanpad**, 2008.

GIBAUT, Emerson A; DIAS FILHO, José Maria. 2015. As Respostas das Empresas Brasileiras às Mudanças Climáticas: uma Análise à Luz da Teoria da Legitimidade. **ENGEMA**, Universidade de São Paulo.

GUAJARATI, D. Econometria Básica, 5ª edição, Porto Alegre, **Elsevier**, 2011.

HAIR, J.; et al. Multivariate data analysis. 6ª. ed. New Jersey: **Pearson**, 2006.

HURST, J. W. The Legitimacy of Business Corporation in the Law of the United States 1780-1970, **The University Press of Virginia**, Charlottesville, 1970.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel. Teoria Avançada da Contabilidade. **Ed. Atlas**. São Paulo, 2012.

LINDBLOM, C. The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. **Paper presented at the Critical Perspectives on Accounting Conference**, New York, 1994.

MACHADO, D. P.; OTT, Ernani. Estratégias de Legitimação Social Empregadas na Evidenciação Ambiental: um Estudo à Luz da Teoria da Legitimidade. **Revista Universo Contábil**, 2015.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, Jan. 1990.