

UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE - UFCG
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS - CCJS
UNIDADE ACADÊMICA DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS - UACC

TAYNAR INGRID DE ALMEIDA ABRANTES

**METODOLOGIA PARA AVALIAR A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA: UMA
PROPOSITURA ATRAVÉS DA TÉCNICA MULTICRITÉRIO**

SOUSA - PARAÍBA

2018

TAYNAR INGRID DE ALMEIDA ABRANTES

**METODOLOGIA PARA AVALIAR A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA: UMA
PROPOSITURA ATRAVÉS DA TÉCNICA MULTICRITÉRIO**

Trabalho monográfico apresentado ao curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais, da Universidade Federal de Campina Grande, campus Sousa – PB, em cumprimento dos requisitos necessários para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Ribamar Marques de Carvalho

Sousa – Paraíba

2018

TAYNAR INGRID DE ALMEIDA ABRANTES

**METODOLOGIA PARA AVALIAR A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA: UMA
PROPOSITURA ATRAVÉS DA TÉCNICA MULTICRITÉRIO**

Trabalho monográfico apresentado ao curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais, da Universidade Federal de Campina Grande, campus Sousa – PB, em cumprimento dos requisitos necessários para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Ribamar Marques de Carvalho

Data de Aprovação: 14 de março de 2018

Banca Examinadora

Dr. José Ribamar Marques de Carvalho
Professor Orientador

Harlan Herculano Azevedo
Examinador

Valterlin da Silva Santos
Examinador

*Dedico este trabalho à Deus, por ser meu
guia em todos os momentos. E aos meus
pais, por representarem o bem mais
precioso que existe na minha vida.*

" Aquele que habita no abrigo do Altíssimo e descansa à sombra do Todo-poderoso pode dizer ao Senhor: "Tu és o meu refúgio e a minha fortaleza, o meu Deus, em quem confio."

(Salmos 91:1-2)

AGRADECIMENTOS

Todas as palavras aqui descritas são incapazes de externar a imensa gratidão existente ao longo desta trajetória. É imprescindível agradecer os auxílios e as participações recebidas durante a elaboração deste trabalho.

Agradeço primeiramente a Deus por todas as oportunidades e bênçãos concedidas, pois sei que sua graça se faz presente em todos os momentos da minha vida. Sempre serei eternamente grata por exatamente tudo!

A todos que fazem parte da minha família, minha avó, minhas tias, primos e primas, pela assistência e carinho de sempre. Em especial aos meus pais Francisco Genaldo e Maria das Graças, que incessantemente me apoiaram em todas as situações, com incentivo, educação, amor e respeito, fazendo o possível para que esse sonho se concretizasse. Ao meu irmão Emanuel, por ser meu companheiro de vida. E minha irmã de coração Morgana, pela paciência diária. Todo meu esforço e perseverança são por vocês, eu os amo incondicionalmente.

Ao meu namorado João Vitor, por sempre se fazer presente de forma companheira e incentivadora. A todos os meus amigos e amigas pelo que representam, pelo suporte e dedicação de sempre. Principalmente a Sarah Maria e Rebecca, por representarem o papel de verdadeiras irmãs. A Ayrlla e Raianne, pela amizade de infância que se mantêm firme até hoje. Obrigada por entenderem minha ausência durante esse tempo, vocês são essenciais na minha história.

Ao professor e orientador Dr. José Ribamar Marques de Carvalho, por me apresentar este campo tão abrangente que é o da pesquisa, pelo auxílio, encorajamento e contribuições indispensáveis. Aos demais professores que tive a honra de ser aluna, à coordenação e todos os servidores da UFCG. A todos os companheiros de curso, por todos os ensinamentos compartilhados durante a jornada acadêmica. Em especial, agradeço a Ingrid, Raissa, Lucas e Amanda que transformaram esses anos difíceis em momentos de risos, cumplicidade e muita luz, vocês estarão para sempre em meu coração.

Muito obrigada a todos por estarem comigo e, de alguma forma, me proporcionarem forças para seguir e conquistar esta vitória.

ABRANTES, Taynar Ingrid de Almeida. **MODELAGEM PARA AVALIAR A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA: UMA PROPOSITURA ATRAVÉS DA TÉCNICA MULTICRITÉRIO.** Trabalho de Conclusão de Curso. Curso de Bacharelado em Ciências Contábeis. Centro de Ciências Jurídicas e Sociais. Universidade Federal de Campina Grande, 2018.

RESUMO

As empresas necessitam manter a continuidade de suas atividades com foco na geração de valor sustentável, que é algo possível e atual, potencializando sua imagem e proporcionando ganhos econômicos, sociais e ambientais. Nesse sentido, presente estudo se propõe a desenvolver uma metodologia baseada na técnica de análise multicritério, através do Método PROMETHEE II, composta por indicadores capaz de avaliar a sustentabilidade corporativa. Metodologicamente a pesquisa se classifica quanto à finalidade (pesquisa aplicada), quanto aos objetivos e procedimentos (descritiva, documental e bibliográfica) e quanto à natureza (quantitativa). A amostra do estudo é formada por 18 empresas listadas na Bolsa de Valores (B3), participantes do setor de consumo cíclico, especificamente do subsetor de construção civil, classificadas no segmento de edificações. A coleta dos dados foi realizada na base Economática®, no período de 2014 a 2016. Para tanto foram coletados sete indicadores financeiros obtidos das demonstrações financeiras das companhias estudadas e quatro variáveis qualitativas que se enquadram no contexto da governança corporativa. O panorama geral obtido através do *ranking* final evidencia as empresas que apresentam o pior e o melhor rendimento sob a perspectiva da análise financeira considerando a sustentabilidade corporativa e sua conexão sobre as áreas econômica, social e ambiental. Os resultados alcançados com o desenvolvimento desse estudo revelam que as empresas inseridas no Novo Mercado e participantes do ISE tendem a apresentar indicadores financeiros mais satisfatórios em relação as que não se enquadram nesta condição. E sua contribuição é em relação a adoção de um instrumento que reforce a importância da sustentabilidade corporativa e suas conexões sobre as áreas econômica, social e ambiental. Sugere-se para trabalhos futuros a aplicação em outros segmentos empresariais, bem como a inclusão de outros indicadores e de outras funções de preferência que o método permite utilizar.

Palavras-chave: Sustentabilidade Corporativa, Indicadores de Decisão, Análise Multicritério.

ABRANTES, Taynar Ingrid de Almeida. **Modeling to Evaluate Corporate Sustainability: A Proposal Through Multicriterary Techniques.** Completion of course work. Bachelor's Degree in Accounting Sciences. Center for Legal and Social Sciences. Federal University of Campina Grande, 2018.

ABSTRACT

Companies need to maintain the continuity of their activities with a focus on generating sustainable value, which is something possible and current, enhancing their image and providing economic, social and environmental gains. In this sense, this study proposes to develop a methodology based on the multicriteria analysis technique, using the PROMETHEE II Method, composed of indicators capable of evaluating corporate sustainability. Methodologically the research is classified according to the purpose (applied research), the objectives and procedures (descriptive, documentary and bibliographical) and nature (quantitative). The sample of the study is formed by 18 companies listed on the Stock Exchange (B3), participants of the cyclical consumption sector, specifically of the construction sub-sector, classified in the segment of buildings. Data collection was carried out at the Economática® database, from 2014 to 2016. For this purpose, seven financial indicators were collected from the financial statements of the companies studied and four qualitative variables that fit within the context of corporate governance. The general panorama obtained through the final ranking shows the companies that present the worst and the best income from the perspective of the financial analysis considering the corporate sustainability and its connection in the economic, social and environmental areas. The results obtained with the development of this study reveal that the companies included in the Novo Mercado and ISE participants tend to present more satisfactory financial indicators than those that do not fall under this condition. And its contribution is in relation to the adoption of an instrument that reinforces the importance of corporate sustainability and its connections in the economic, social and environmental areas. It is suggested for future work the application in other business segments, as well as the inclusion of other indicators and other preferred functions that the method allows to use.

Key Words: Corporate Sustainability, Decision Indicators, Multicriteria Analysis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Funções de preferência – Método PROMETHEE.....	43
Tabela 2 - Estatística Descritiva Indicadores de Governança Corporativa 2014	46
Tabela 3 - <i>Ranking</i> de Governança Corporativa 2014.....	48
Tabela 4 - Estatística Descritiva Indicadores de Governança Corporativa 2015	50
Tabela 5 - <i>Ranking</i> de Governança Corporativa 2015.....	51
Tabela 6 - Estatística Descritiva Indicadores de Governança Corporativa 2016	52
Tabela 7 - <i>Ranking</i> de Governança Corporativa 2016.....	53
Tabela 8 - Posição das empresas no <i>Ranking</i> de Governança Corporativa (2014 a 2016)	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	29
Quadro 2: Amostra analisada – Empresas do Subsetor de Construção Civil.....	37
Quadro 3: Variáveis Qualitativas Seleccionadas (Indicadores).....	39
Quadro 4: Variáveis Quantitativas Seleccionadas (Indicadores).....	41

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Tema e problemática	12
1.2	Objetivos gerais e específicos	15
1.2.1	Objetivo geral	15
1.2.2	Objetivos específicos	15
1.3	Justificativa da pesquisa e relevância do projeto	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1	Sustentabilidade corporativa	18
2.2	Estudos relacionados ao tema	20
2.3	Setor de construção civil	22
2.4	Revisão de trabalhos que estudaram o setor da construção civil	24
2.5	Governança corporativa	26
2.6	Avaliação de desempenho empresarial através de indicadores	31
2.7	Técnica de análise multicritério	33
3	METODOLOGIA	35
3.1	Classificação da pesquisa	35
3.1.1	Quanto a sua finalidade	35
3.1.2	Quanto aos objetivos e procedimentos	35
3.1.3	Quanto à natureza	36
3.2	Universo da pesquisa e amostra	36
3.3	Procedimentos de análise dos dados	42
4	APRESENTAÇÃO E INTERPRETAÇÃO DE DADOS	45
4.1	<i>Performance</i> geral de governança corporativa 2014 a 2016	55
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57

REFERÊNCIAS.....	59
-------------------------	-----------

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e problemática

O que pode ser considerado para classificar uma empresa como sustentável? Até meados da década de 1970, uma empresa poderia ser considerada sustentável se fosse economicamente saudável, com um bom patrimônio e lucros crescentes, mesmo se houvesse dívidas. Hoje, a abordagem do *Triple Bottom Line*, conhecida também como os três Ps (*People, Planet and Profit*), dá outras configurações para a organização sustentável, porque deverá se ater não somente ao quesito lucro, mas também e concomitantemente ao desenvolvimento social e à preservação ambiental (MUNCK *et al.*, 2011).

Entende-se que a forma como as organizações atuam no mercado, potencializando sinergias e estratégias alinhadas à maximização de seus lucros vêm sendo aos poucos modificadas por posturas mais “responsáveis” em relação a aspectos sociais e ambientais (CHIH *et al.*, 2010; LOURENÇO e BRANCO, 2013; ORSATO *et al.*, 2015). Empreendimentos que atuam com foco eminentemente financeiro podem antecipar a descontinuidade de suas atividades empresariais, vez que um dos principais questionamentos vigentes atualmente diz respeito ao retorno financeiro proporcionado pelos investimentos de empresas que lastreiam suas práticas alinhadas à sustentabilidade empresarial (MENDES-DA-SILVA, 2009; LEVY *et al.* 2010), ou ainda a práticas de governança corporativa (HEALY; PALEPU, 2001; KAPPLER; LOVE, 2002; CRUZ; LIMA, 2010).

É possível compreender que essas posturas estão inclinadas a responder indagações do tipo: Práticas de sustentabilidade corporativa podem ser benéficas para os *stakeholders*? Os *shareholders* são também recompensados? E a sociedade em geral? Com a adoção de tais práticas haverá menor impacto das atividades do empreendimento no meio ambiente?

Essas preocupações são plausíveis e tem proporcionado o surgimento de várias linhas teóricas de pensamento. Hackston e Milne (1996), já destacavam a necessidade de que empresas deveriam focar suas ações em estratégias que não sejam apenas para maximizar lucros. Como as atividades desenvolvidas pelas

organizações causam impactos na economia, na sociedade e no meio ambiente, a gestão deve desenvolver meios para minimizar os problemas por elas causados através da inclusão de políticas socioambientais nos objetivos organizacionais.

Considerando que as organizações atuam em um ambiente sistêmico, entende-se que ações voltadas para além das questões econômicas, ou seja, ações de caráter social e ambiental também devem ser o foco e suas estratégias, afinal ações que procuram balancear esses três constructos podem contribuir para a competitividade organizacional.

Existem várias teorias que apoiam os estudos da sustentabilidade no contexto organizacional. Elkington (1997, 2012), por exemplo, aproxima a governança corporativa da sustentabilidade empresarial, com foco na gestão e na prestação de contas dos administradores para os proprietários, quando apresenta o conceito “Tripé da Sustentabilidade”, chamado *Triple Bottom Line* (TBL), uma metodologia de avaliação que procura balancear no contexto das atividades empresariais as dimensões ambiental, social e econômica, na tentativa de equilibrar às ações do negócio, o capital natural e o capital humano.

A Teoria dos *Stakeholders* defende que a implantação e divulgação das ações corporativas sustentáveis são uma parte do diálogo que as empresas devem manter com suas partes interessadas, vez que demonstra o comportamento sócio-responsável dessas organizações, bem como legitima suas ações frente ao seu público (MITCHELL *et al.*, 1997; BONFIM *et al.*, 2015).

Já Teoria da Divulgação baseada no Julgamento (*Discretionary-based Disclosure*), também conhecida como a Teoria do *Disclosure* Voluntário, provê o arcabouço conceitual para examinar os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar informações de maneira voluntária (VERRECHIA, 2001; MURCIA; SANTOS, 2009).

Gray e Bebbington (2006) traçam uma discussão sobre o papel das corporações no contexto das práticas de governança corporativa e da sustentabilidade. Demonstrem que são normalmente nas organizações os lugares onde as inovações acontecem. Defendem que as corporações líderes adotaram a linguagem do desenvolvimento sustentável como uma linguagem própria na tentativa de intensificar o nível de créditos de suas operações empresariais.

Desde 1990, tem havido um crescimento constante e impressionante de relatos sobre as questões sociais e ambientais das empresas, todavia, a grande

maioria destes relatórios é de natureza voluntária, posto não existir uma regulamentação sobre o assunto (GRAY; BEBBINGTON, 2006).

Dentro desse contexto, observa-se que um dos maiores desafios enfrentados na quantificação ou qualificação da sustentabilidade empresarial consiste na elaboração de metodologias adequadas que permitam avaliar a sustentabilidade de empreendimentos, posto existirem diferentes características e peculiaridades inerentes aos aspectos sociais, econômicos, ambientais, culturais e institucionais no âmbito das organizações.

Assim, e dados os argumentos preestabelecidos fica definido como premissa desse estudo, o fato de que quanto maior for o esforço na identificação de diferentes formas de se calcular índices/indicadores para avaliar a sustentabilidade corporativa, mais robusto poderá ser o método, ferramenta de monitoramento. Acredita-se que algumas maneiras que foram adotadas e desenvolvidas, conforme se pode constatar mais adiante (referencial teórico), apresentam enfoques diferentes daqueles utilizados quando se utiliza a análise multicriterial.

Então, diante do exposto, fica definido o seguinte problema de pesquisa: **Como desenvolver uma metodologia baseada nas técnicas de análise multicritério, através do Método PROMETHEE II, composta por indicadores capaz de avaliar a sustentabilidade corporativa?**

É importante destacar que esta pesquisa apresenta contribuições de cunho teórico, visto que se propõe a utilizar técnicas multicriteriais para analisar a relação da sustentabilidade corporativa com os indicadores financeiros, relação esta que envolve os temas Sustentabilidade e Governança Corporativa. Podendo ser acrescentado também a contribuição prática do trabalho, já que pretende avaliar se as empresas mais sustentáveis, as quais buscam a geração de valor em longo prazo, também estão apresentando resultados financeiros favoráveis, alinhado aos interesses dos diferentes *stakeholders*.

Este presente trabalho está estruturado em cinco seções, onde esta seção envolve uma breve introdução, o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos. A seção 2 apresenta o referencial teórico estruturado em tópicos, a seção 3 a metodologia do estudo, a classificação da pesquisa, os procedimentos utilizados, a amostra e as variáveis analisadas. Na seção 4 está a apresentação e análise dos resultados, na seção 5, encontra-se as conclusões resultantes de toda a pesquisa e na seção 6 estão as referências utilizadas.

1.2 Objetivos gerais e específicos

1.2.1 Objetivo geral

Desenvolver uma metodologia baseada nas técnicas de análise multicritério, através do Método PROMETHEE II, composta por indicadores capaz de avaliar a sustentabilidade corporativa.

1.2.2 Objetivos específicos

- Estruturar os parâmetros de escolha dos indicadores relacionados à sustentabilidade corporativa;
- Analisar o comportamento dos indicadores com o intuito de sinalizar possíveis respostas à realidade empresarial;
- Realizar uma análise comparativa multicriterial das práticas de sustentabilidade corporativa, via método PROMETHEE II;
- Construir um *ranking* final que permita identificar e comparar as empresas estudadas.

1.3 Justificativa da pesquisa e relevância do projeto

A sustentabilidade pressiona as corporações a reconfigurar suas atividades operacionais, estratégias, objetivos, tecnologias, *design* de produtos, processos de produção, modelos de negócios, entre outros (FÉIL; NAIME, 2015). Assim sendo, é possível perceber que existe uma tendência de que as organizações cada vez mais adotem estratégias focadas em atender aos preceitos da sustentabilidade corporativa, posto ser um mecanismo de gestão que pode agregar valor competitivo. Esse cenário competitivo tem estimulado os diversos *stakeholders*, especialmente os investidores, a adotar uma postura focada em investimentos socialmente responsáveis (*Socially Responsible Investing* – SRI) (OBERNDORFER *et al.* (2013).

Neste sentido, vários estudos têm sido realizados na tentativa de inferir os efeitos das ações de sustentabilidade corporativa no desempenho organizacional (MORAIS *et al.*, 2014; SILVESTRE; AMARO, 2014; FEIL; NAIME, 2015).

Um bom exemplo pode ser encontrado em Moraes *et al.* (2014) quando realizaram um estudo nas empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA (B3). A pesquisa sugere que empresas comprometidas com as melhores práticas de desenvolvimento sustentável têm menor probabilidade de insolvência.

Outro bom argumento que sustenta a relevância do estudo consiste no fato de que as empresas devem entender que gerar valor sustentável é algo possível e cada vez mais atual e que proporciona ganhos econômicos, sociais e ambientais, potencializando a imagem organizacional no mercado.

Lloret (2016) reforça essa premissa quando mostra que as organizações ao trabalhar ativamente para melhorar o desempenho ambiental também alcançam um desempenho financeiro positivo ao longo do tempo. Esse autor traz várias abordagens que procuram reforçar a tese da importância da sustentabilidade corporativa e suas conexões sobre as áreas econômica, social e ambiental.

Macedo, Corrar e Siqueira (2012) encontraram uma premissa que fundamenta as constantes investigações com o objetivo de fiscalizar um processo em evolução. Este processo pode estar relacionado ao conjunto de vantagens competitivas em função de uma maior responsabilidade socioambiental com um desempenho econômico-financeiro mais vantajoso. Resultante de uma consciência mais voltada para o ambiente externo e de mecanismos que revelem à sociedade uma postura socioambiental das empresas.

Como se nota vários são os argumentos e abordagens que substanciam a importância da temática da sustentabilidade corporativa. Nesse sentido, entende-se que o presente estudo se justifica pela sua relevância em desenvolver melhores formas de avaliar práticas sustentáveis corporativas (via indicadores e técnicas multicriteriais – Método PROMETHEE II – BRANS *et al.*, 1986). Ou seja, o diferencial da proposta consiste no fato de que se pretende desenvolver uma metodologia de avaliação da sustentabilidade corporativa sob o enfoque das técnicas multicritério de apoio à decisão, posto que a inclusão desses instrumentos pode contribuir para o surgimento de uma técnica que apresente seu desempenho maximizado por um conjunto de variáveis de decisão, consideradas aqui como essenciais no processo de tomada de decisão.

Revisando a literatura, tornou-se perceptível a pouca existência de estudos que abordem sobre governança corporativa e sustentabilidade de forma conciliada,

então esse fato é outro aspecto que justifica a relevância do presente estudo e demonstra seu diferencial em relação aos demais trabalhos.

Apresenta-se também como justificativa e diferencial para esta pesquisa o fato de que seu desenvolvimento se baseia, principalmente, na criação de um ranking que permita a comparação das empresas selecionadas sob a ótica dos indicadores financeiros e não financeiros, viabilizando uma análise entre os mesmos. Não sendo necessário utilizar outros métodos, além dos que foram usados, para tal finalidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico são destacados, em geral, os fundamentos teóricos que norteiam o fato de que a sustentabilidade corporativa é fundamental para garantir a sobrevivência organizacional. A ideia é tratar dos tópicos abordados de tal maneira que estes se relacionem formando uma conexão com a abordagem principal.

Inicialmente se reporta aos aspectos da temática de sustentabilidade voltada para as companhias, em seguida são abordadas algumas evidências empíricas que foram publicadas em periódicos da área, posteriormente são evidenciadas algumas abordagens acerca do subsetor selecionado para estudo (construção civil) e suas particularidades, alguns estudos de diversos autores sobre esta temática, logo após trata-se de considerações de alguns trabalhos sobre a governança corporativa e por último evidencia-se a respeito dos indicadores de desempenho empresarial.

2.1 Sustentabilidade corporativa

Apesar da consonância entre a governança corporativa e a sustentabilidade (ELKINGTON, 2012) no campo da pesquisa acadêmica se estabelecem duas linhas próximas, mas independentes: investigação de divulgação de desempenho das organizações (*disclosure*) e os índices de sustentabilidade. Pesquisas como as de Lourenço e Branco (2013), Labuschagne *et al.* (2005), e Oliveira *et al.* (2013) desenvolvidas no âmbito da governança corporativa apontam a preocupação das empresas com os aspectos da sustentabilidade, com destaque para práticas sociais e ambientais. Esse campo de estudo revela a proximidade das linhas de pesquisa apesar da independência, segundo cada área de conhecimento.

Labuschagne *et al.* (2005) argumentam que a sustentabilidade corporativa (*Corporate Sustainability*) implica a incorporação dos objetivos do desenvolvimento sustentável, ou seja, objetivos que estejam direcionados à busca da equidade social, eficiência econômica e desempenho ambiental, em práticas operacionais de uma empresa.

Brammer e Pavelin (2004) defendem que as grandes empresas, em média, são mais diversificadas em todos os mercados geográficos e de produtos, o que

significa que eles têm grupos de interessados maiores e mais diversificadas e supostamente podem estar inclinados a adotar práticas de sustentabilidade corporativa.

Para Lloret (2016) cada vez mais as abordagens teóricas sugerem que o desempenho ambiental se correlaciona com o desempenho financeiro, ou ainda sugerem que empresas que trabalham ativamente para melhorar o desempenho ambiental estão inclinadas a alcançar um desempenho financeiro positivo no longo prazo. No outro ponto, existe a abordagem que defende as perspectivas dependentes de recursos das partes interessadas, ou talvez a perspectiva de que as condições institucionais reforçam a adoção de ações socialmente responsáveis e que tendem a modificar o comportamento da empresa.

Lloret (2016) enfatiza que todas estas abordagens combinadas em um modelo de sustentabilidade assume uma grande complexidade em razão da interação que as várias dimensões exercem no âmbito empresarial (social, econômica, ambiental, institucional, cultural etc.).

Oberndorfer *et al.* (2013) advogam que a questão de saber se as atividades de uma empresa para proteger o ambiente natural ou para cumprir com as normas sociais e éticas refletem no desempenho financeiro tem sido de interesse vital para a gestão corporativa de longo prazo. O conhecimento sobre a relação entre sustentabilidade empresarial (alinhamento de desempenho ambiental ou social) e desempenho financeiro é importante e vem ganhando adeptos. Uma área que pode exercer um papel preponderante talvez seja a área pública, que pode adotar uma postura mais reguladora e rígida capaz de “forçar” os empreendimentos passem a gerir suas atividades com práticas organizacionais que sejam mais éticas, sociais e ambientais.

Acontecendo essa regulação de maneira mais eficiente pode-se arriscar a afirmar que existirão posturas organizacionais mais alinhadas ao ensejo da sustentabilidade corporativa. Segundo Oberndorfer *et al.* (2013) a ideia chave talvez seja a de que os investidores assumam uma postura mais forte acerca da questão, ou seja, busquem investimento socialmente responsáveis (*Socially Responsible Investing – SRI*), também chamado de investimento ético ou sustentável (*Ethical or Sustainable Investing*), que se refere à prática de escolher alternativas de investimento com base em aspectos ambientais, sociais e éticos. Assim, entende-se que poderia haver uma mudança na postura dos

empreendimentos, já que estas poderiam ser recompensadas ou punidas pelo mercado de ações.

Vários foram os estudos realizados em torno da temática da sustentabilidade corporativa publicados no âmbito internacional (SCHALTEGGER; WAGNER, 2006; ZU; SONG, 2009; CHIH *et al.* 2010; ZIEGLE; SCHRÖDER, 2010; LOURENÇO; BRANCO, 2013; OBERNDORFER *et al.*, 2013; ORSATO *et al.* 2015; LLORET, 2016). No Brasil também são encontradas muitas iniciativas relacionadas (VERGARA; BRANCO, 2001; ZAMCOPÉ; ENSSLIN; ROLIM ENSSLIN, 2012; LIMA *et al.*, 2015).

A seguir são explanadas algumas dessas evidências publicadas no âmbito dos periódicos internacionais, dentre eles: *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, Journal of Business Ethics, Accounting and Finance, Ecological Economics, Journal of Cleaner Production, Journal of Business Research* reforçando as premissas desse estudo em relação a sustentabilidade corporativa.

2.2 Estudos relacionados ao tema

Schaltegger e Wagner (2006) abordaram a ligação entre o *Sustainability Balanced Scorecard* (BSC Sustentável) como uma informação estratégica interessante para o processo de gestão, combinado medidas financeiras e não financeiras.

Zu e Song (2009) testaram se a intensidade das atividades empresariais e o compromisso da administração com a ética estão significativamente relacionadas com os níveis de *performance* mais altos de sustentabilidade empresarial no âmbito de atuação das empresas chinesas, no estudo não encontraram evidências que amparam esses argumentos.

Chih *et al.* (2010) realizaram um estudo utilizando uma amostra de 520 empresas financeiras em 34 países, no intuito de identificar se a sustentabilidade empresarial é uma estratégia influenciada por variáveis financeiras e institucionais. As principais evidências desse estudo foram que: (i) Não há relação significativa entre o porte da empresa, desempenho financeiro e a adoção de práticas de sustentabilidade corporativa; (2) As empresas tendem a adotar estratégias mais

alinhadas a sustentabilidade quando o mercado é mais intenso e competitivo; (3) As empresas que atuam em países com medidas legais mais rígidas tendem a se envolver em atividades de sustentabilidade corporativa, também há evidência de que empresas que atuam em países com os direitos dos investidores mais fortes são poucas as atividades de sustentabilidade corporativa; e (4) A auto regulação no setor financeiro tem um efeito significativamente positivo sobre a sustentabilidade empresarial.

Artiach *et al.* (2010) realizaram um estudo em empresas americanas e demonstraram que o desempenho econômico é algo que pode ser associado positivamente com o desempenho de sustentabilidade corporativa alinhando aos argumentos postos na teoria das partes interessadas e na perspectiva baseada em recursos, podendo configurar como um elo interessante a essa mudança de postura organizacional. Contrariamente às suas previsões, nem o nível de recursos disponíveis em caixa para a empresa nem sua alavancagem é um fator importante na determinação do desempenho da sustentabilidade corporativa.

Já Ziegler e Schröder (2010) defendem que nas grandes empresas por atuarem em um mercado maior e mais diversificado (mercado maior se traduz em mais transações), levam a uma maior probabilidade de eventos negativos e conseqüentemente estão mais dispostas a se envolver em atividades sociais e ambientalmente responsáveis do que as empresas pequenas. Para esses autores, o tamanho da empresa pode ser considerado como um indicador para inferior a capacidade de uma empresa de participar de atividades ambientais e sociais.

Lourenço e Branco (2013) investigaram os fatores que impulsionam altos níveis de desempenho em sustentabilidade corporativa em um país emergente como o Brasil. Os resultados encontrados por estes autores indicam que as principais empresas brasileiras com desempenho satisfatório em sustentabilidade corporativa são significativamente maiores e tem um maior retorno sobre o patrimônio líquido, o que é consistente com os resultados apontados em empresas que atuam em países desenvolvidos. Sugerem que as características de financiamento empresarial são fatores que determinam posturas sustentabilidade corporativa.

Oberndorfer *et al.* (2013) analisaram o efeito da inclusão de empresas alemãs no *Dow Jones STOXX Sustainability Index* (DJSI STOXX) e no *Dow Jones Sustainability World Index* (DJSI World) sobre o desempenho das ações. Os resultados empíricos sugerem que os mercados de ações pode penalizar a inclusão

de uma empresa em índices de ações de sustentabilidade, sugerindo que a inclusão em um índice de ações de sustentabilidade corporativa mais visível pode ter impactos negativos maiores.

Orsato *et al.* (2015) estudaram o desempenho econômico-financeiro das empresas que formam a carteira de ações do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e identificaram motivos que levam as organizações a fazer parte de índices de sustentabilidade em mercados de ações. Esses autores investigaram o cenário da BM&FBOVESPA. Foram coletados dados adicionais e entrevistados representantes das principais empresas listadas no ISE. Os resultados suportam as principais proposições da teoria institucional, sinalizando que “vale a pena ser verde” e que o valor intangível criado por iniciativas ambientais voluntárias, como o acesso ao conhecimento, novas capacidades e ganho de reputação, podem explicar melhor os esforços de tais empresas a estarem classificadas no referido índice.

Lloret (2016) realizou um estudo para avaliar a sustentabilidade empresarial em cinco principais empresas mexicanas consideradas como exemplos de empresas que adotam práticas sustentáveis. A partir das inferências realizadas nos cinco empreendimentos pode concluir que o sucesso competitivo requer um conhecimento constante das condições em que a empresa gerar competitividade. Para ele empresas sustentáveis demonstram desempenho bem sucedido no longo prazo em razão das restrições impostas pelos sistemas econômicos, sociais e ambientais.

Como se observa são muitas as abordagens que defendem a adoção de práticas da sustentabilidade corporativa. As experiências sustentam a ideia que é possível e viável modificar estratégias e ações empresariais, afinal questionar o papel das organizações nesse contexto é um exercício que precisa cada vez mais entrar na pauta e na consciência de todas as partes interessadas.

2.3 Setor de construção civil

É fato afirmar que a construção civil é uma das principais molas propulsoras da economia mundial. Referindo-se especificamente ao Brasil, esse ramo apresenta grande representatividade na formação bruta de capital fixo e no PIB, sendo responsável por milhões de empregos, seja de natureza direta ou indireta.

Calcula-se que o setor possua hoje quase 112 mil empresas ativas, que empregam diretamente cerca de 2,96 milhões de profissionais pelo país. É como se

toda a produção energética da hidrelétrica de Itaipu fosse consumida apenas pelas atividades da construção civil. Em escala global, estima-se que o setor seja responsável por cerca de 20% de todo o consumo de água, 35% de energia e 30% da geração de resíduos anualmente (SEBRAE, 2016).

Mas apesar de toda sua importância para o desenvolvimento do país, a construção civil é vista como uma das indústrias que mais geram impactos ambientais. Roth e Garcias (2009) afirmam que a indústria desse ramo produz impactos negativos ao meio desde a fase da extração de matéria-prima até a disposição final de resíduos gerados, que como consequência levam à formação de áreas degradadas. E ainda destacam que o fato causador de tais degradações é o atraso existente nas atividades de construção civil, se for comparado com outras indústrias, no que se refere à racionalização e processos.

Estes mesmos autores esclarecem ainda que esse ramo apresenta outros fatores negativos que acabam causando uma série de impactos ao meio ambiente, como processos produtivos ineficientes e ultrapassados (por exemplo, a prática de quebrar os blocos cerâmicos ou de concreto depois de erguidas as paredes com a finalidade de passar as tubulações elétricas e hidráulicas), e o consumo indiscriminado e impensado de materiais (muitas vezes ocasionado pela falta de projetos ou da compatibilização destes), dos mais variados tipos e quantidades.

O setor de construção civil, de acordo com Félix *et al.* (2016) apresenta grande representatividade na economia brasileira, embora tenha sofrido desaceleração em virtude da crise econômica de 2008, mas, com o apoio de políticas governamentais, apresentou expansão relevante nos anos mais recentes. Essas políticas governamentais se referem ao Programa Minha Casa, Minha Vida e a desoneração de produtos da cadeia produtiva.

E também é um setor influenciado pelo cenário macroeconômico do país, sendo este fato evidente segundo o entendimento de Schuh *et al.* (2017). E uma das maneiras existentes para avaliar essa interferência que a economia exerce no desempenho das empresas consiste na análise da relação entre a estrutura de capital destas e os agregados macroeconômicos.

Isto significa que este cenário sofre a influência de fatores externos e estes, por sua vez, estão relacionados com a realidade econômica local, considerando todas as possíveis incertezas, seja no âmbito político, na relação com a geração de empregos ou a falta deles, no aumento das taxas ou nas condições ambientais.

Referindo-se a um subtema dentro desta área que está sendo abordada, Lima e Alencar (2014) enfatizam a ideia de que o setor de construção civil é o segmento que apresenta menor participação na carga tributária brasileira, sendo este fato justificado por algumas legislações fiscais do país que lhe dão vantagem competitiva em relação a outros ramos de atividade. O Regime Especial de Tributação pode ser usado para exemplificar essa situação, onde todas as empresas da amostra adotam pelo menos para uma de suas controladas.

O Centro SEBRAE de Sustentabilidade (2016) afirma que a construção civil dispõe de diversos meios para alcançar a sustentabilidade, por ser um setor estratégico e que deve ser entendido a partir de uma perspectiva mais ampla, devido ao fato de que suas atividades se tornam mais necessárias para que possa suprir a demanda da crescente urbanização do Brasil.

A indústria de construção abrange empresas que atuam em diversos segmentos de serviços e tipos de obras com características distintas, seja edificação, infraestrutura ou montagem. Sua classificação passou por mudanças significativas, mas o IBGE preservou a estrutura geral das mais importantes categorias do setor e desde 2007 ela é desagregada em três divisões, nove grupos e vinte e uma classes de atividade (CBIC, 2014).

Este ambiente da construção civil é caracterizado por Oliveira e Oliveira (2012) como sendo atividades produtivas da construção que envolve a instalação, reparação, equipamentos e edificações, seguindo as obras a serem realizadas. E que por ser uma prioridade na alocação dos recursos escassos da economia e fortalecimento do setor social devido à grande geração de empregos, tem sua história fundamentada na perspectiva de várias tendências e mudanças para o setor da indústria.

A Câmara Brasileira da Indústria da Construção - CBIC (2014) constatou em seu trabalho que é notório a importância de continuar desenvolvendo pesquisas sobre o tema da produtividade na construção civil, principalmente no cenário atual do país, que apresenta baixo crescimento econômico e uma busca consequente de práticas produtivas mais eficientes.

2.4 Revisão de trabalhos que estudaram o setor da construção civil

Em relação aos estudos existentes acerca da construção civil pode-se destacar alguns que apresentam relevância sobre o tema em questão, afirmando que este subsetor representa uma grande parcela do PIB brasileiro, tendo uma influência considerável no crescimento econômico, já que se relaciona com a geração de empregos, de renda, de desenvolvimento financeiro e social, apesar dos aspectos negativos que surgem como consequência ao meio ambiente.

Schuh *et al.* (2017) em sua pesquisa analisam a evolução do setor de construção civil ao longo dos anos demonstrando que seu desempenho é influenciado pelo contexto macroeconômico brasileiro. Apresentaram como objetivo estudar o impacto da atividade econômica agregada na estrutura de capital das empresas do setor de construção civil brasileiro e obtiveram como resultados que o endividamento de longo prazo e a utilização de capital de terceiros comportaram-se de maneira similar no que se refere às variações da taxa de juros, do câmbio e do PIB, indicando que um aumento destes induz a uma diminuição do endividamento das empresas estudadas. Enquanto que o endividamento de curto prazo apresentou relações opostas em comparação aos outros indicadores estudados.

O Centro Sebrae de Sustentabilidade (2016) em seu estudo intitulado como Minha Empresa Sustentável: Construção Civil, aborda sobre a sustentabilidade em relação com os desafios diários dos pequenos negócios, explanando ações práticas para impulsionar o desenvolvimento das organizações deste setor, sugerindo maneiras de adotar uma gestão eficiente, preservando os recursos naturais, informando sobre o mercado da construção civil e sua cadeia produtiva.

Já Oliveira e Oliveira (2012) afirmam que o setor da construção civil é uma tendência crescente no país e grande geradora de consumidores de espaço, então diante deste fato, busca analisar a importância da Indústria da Construção Civil, organização do espaço e sua variável no desenvolvimento regional, de maneira que a economia seja favorecida pela contribuição do setor econômico. E desenvolve sua pesquisa com a intenção de adequar o conhecimento disponível, criando possibilidades de estudos futuros.

Freitas *et al.* (2016) verificam a percepção dos colaboradores de uma organização da construção civil sobre a relação entre a qualidade de vida no trabalho (QVT) e a saúde e segurança ocupacional (SSO). Utilizando os oito aspectos conceituais definidos no modelo de qualidade de vida proposto por outro

estudo e a norma para certificação internacional de práticas de saúde e segurança ocupacional OHSAS 18001.

Todos os estudos acima se apresentam com uma abordagem própria, buscando atingir objetivos específicos, diferentemente do presente trabalho, que busca desenvolver uma metodologia para avaliar a sustentabilidade corporativa em companhias listadas no setor de consumo cíclico da B3, especificamente do subsetor de construção civil, através de indicadores financeiros selecionados e de técnicas multicriteriais de análise.

2.5 Governança corporativa

No contexto da governança corporativa, as pesquisas avançam na direção de novas estratégias empresariais que possam realinhar a competitividade organizacional, possibilitando aos investidores informações adequadas para as tomadas de decisões e focadas em atender as demandas dos *stakeholders*.

Silva *et al.* (2016) afirmam que temáticas voltadas para a abordagem da governança corporativa representam preocupação para os países, sejam eles emergentes ou desenvolvidos. Pelo fato de que uma governança ineficiente ou a ausência de uma governança pode apresentar consequências como uso de informações privilegiadas por uma das partes envolvidas no processo, causando conflitos de interesses. No caso do Brasil, a importância da adoção de padrões de governança corporativa adequados ganhou espaço com a necessidade de se obter recursos em moeda estrangeira a custos mais competitivos, entre outros fatores.

Em relação a abordagem de um assunto mais específico dentro desta temática, a B3 define o ISE como sendo uma ferramenta, criada no ano de 2005, que serve para análise comparativa da performance das empresas listadas sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, ampliando o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a questão da sustentabilidade.

Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017) destacam que o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE é adotado como variável em diversas pesquisas

brasileiras de sustentabilidade empresarial. E tem por objetivo proporcionar um ambiente de investimentos compatível com as demandas do desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea. Acrescentam ainda que para integrar esse índice, é necessário que as ações atendam, cumulativamente, a alguns critérios.

Esses mesmos autores afirmam que para que seja possível uma melhor compreensão do surgimento das boas práticas de governança corporativa envolvendo seus mecanismos é necessário, em primeiro plano, entender a Teoria da Agência. Para Junqueira *et al.* (2017) essa teoria pode ser entendida como o estudo de todos os possíveis relacionamentos entre os diferentes agentes que envolvem uma organização, ocorrendo quando uma ou mais pessoas (principal) delegam a terceiros (agentes), a possibilidade de estes tomarem decisões em seu nome.

Assim permite que o agente tenha liberdade, mas o principal espera que seus interesses sejam defendidos. O problema é que os agentes também possuem seus próprios objetivos, que na maioria das situações divergem com os do principal. Diante deste fato, existe a possibilidade de surgir um conflito de agência, que se for de larga proporção, apresentará reflexos negativos no valor de mercado da companhia.

Para complementar o entendimento sobre a Teoria da Agência, Oliveira Neto, Moreira e Barbosa Neto (2017) falam que a mesma tem sido frequentemente relacionada à governança corporativa, políticas de remuneração dos agentes, decisão de alocação de recursos, incentivos financeiros ou não financeiros, risco moral, estrutura organizacional e de poder. E também tem sido relacionada com a forma como informações financeiras (relatórios financeiros, orçamento e avaliação de desempenho) são fornecidas para usuários externos e internos.

Governança Corporativa pode ser entendida como sendo um conjunto de órgãos que emitem normas a serem seguidas pelas empresas, criando mecanismos eficientes e boas práticas de governança para tentar garantir que o comportamento dos administradores esteja alinhado com os interesses da empresa, visando maior transparência de informações, garantindo um melhor desenvolvimento e sua longevidade. E apresenta como uma de suas funções, a redução da assimetria da informação (quando uma das partes envolvidas no processo detém mais e/ou melhor informação do que a outra), e conseqüentemente o conflito de agência, já que tenta conceder direitos mais igualitários aos acionistas minoritários.

Rocha *et al.* (2012) afirmam em seu estudo que uma forma de reduzir a assimetria da informação é através da Contabilidade, pois a mesma apresenta aos acionistas de uma empresa as demonstrações financeiras, que buscam retratar a realidade da companhia, já que os investidores não possuem o mesmo nível de informação dos gestores da empresa.

Para compreender melhor este tema pode-se ressaltar o estudo de Junqueira *et al.* (2017) que informa que no Brasil, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBovespa (atual B3) ajudou na consolidação da Governança Corporativa ao criar o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Onde cada um apresenta seus padrões específicos e suas exigências que vão aumentando com os níveis. A adesão a qualquer nível é voluntária, não precisa ser gradual e busca demonstrar aos usuários externos que a companhia busca defesa igualitária dos interesses dos investidores.

Em relação a essa adesão, Silva *et al.* (2016) comentam que a mesma é uma solução aos problemas de seleção adversa e risco moral. E que no Brasil, uma das maneiras mais explícitas de sinalização é por meio da adesão voluntária aos níveis de governança corporativa. De modo geral, espera-se que essas empresas apresentem maiores benefícios em relação às empresas do segmento tradicional, por exemplo, maior liquidez de ações.

Estes mesmos autores acrescentam que no Brasil os direitos e garantias oferecidos aos acionistas pela legislação societária são reforçados quando as empresas aderem a esse segmento especial, e dá como exemplo o Novo Mercado que é o nível mais alto de governança, exige que o capital seja formado apenas por ações ordinárias, com direito a voto e, no caso de negociação do controle, o *tag along* deve ser de 100% para todos os acionistas. Dessa maneira, os investidores com maior proteção estariam mais dispostos a investir em títulos das empresas que aderiram aos níveis de governança, causando um aumento na liquidez.

Para finalizar, Junqueira *et al.* (2017) afirmam que é possível transformar em teoria o fato de que organizações que adotam práticas de Governança Corporativa são mais valorizadas junto ao mercado, apresentando um diferencial para a empresa frente aos investidores em geral, tendo seu custo de capital próprio reduzido.

O quadro 1 apresenta características de todos os segmentos de listagem existentes, fazendo uma comparação entre eles. Segundo as informações contidas no site da B3, os segmentos especiais de listagem foram criados no momento em que ficou perceptível que para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos apropriados aos diferentes perfis de companhias.

Quadro 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem.

	BOVESPA MAIS	BOVESPA NÍVEL 2	NOVO MERCAD O	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICION AL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de Ações ON	Permite a existência somente de Ações ON e PN	Permite a existência somente de Ações ON	Permite a existência somente de Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de Ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		Máximo de 25% de free float	Mínimo 25% de free float		Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e “cláusulas pétreas”		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação) com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 5 membros dos quais 20% devem ser independentes com mandato		Mínimo de 3 membros (conform	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)

			unificado de até 2 anos		e legislação com mandato unificado de até 2 anos	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o Inglês		Conforme Legislação	
Reunião Pública Anual	Facultativa		Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatória de em caso de cancelamento de registro ou saída de segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatória de em caso de cancelamento de registro ou saída de segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatória em caso de cancelamento de registro ou saída de segmento			Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do	Obrigatório				Facultativo	

Mercado		
---------	--	--

Fonte: B3 (2018).

Como pode ser notado, existem vários trabalhos que estudam e desenvolvem pesquisas sobre a temática da governança corporativa e todos os assuntos que estão relacionados. Cada um deles com sua abordagem distinta, focando em uma especificidade, mas preservando seu propósito. Em seguida serão apresentadas as ferramentas metodológicas utilizadas para dar continuidade ao desenvolvimento desta presente pesquisa.

2.6 Avaliação de desempenho empresarial através de indicadores

O interesse e a necessidade em desenvolver avaliações e assumir decisões sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas não é algo novo e está sempre sendo alvo de discussões. E este fato só é possível devido à existência de mecanismos que são solicitados, entre eles, os indicadores financeiros.

De acordo com Bortoluzzi *et al.* (2011) os indicadores que são conceituados na literatura como sendo tradicionais estão divididos em três grupos: indicadores de liquidez, de estrutura de capital e de rentabilidade. Os dois primeiros abrangem aspectos da situação financeira e o terceiro grupo evidencia informações sobre a situação econômica. Marion (2012, p. 75) retrata o primeiro grupo como sendo capazes de avaliar a competência que a empresa possui de saldar seus compromissos, considerando o curto prazo, longo prazo ou prazo imediato.

Os indicadores de estrutura de capital, segundo Junior e Begalli (2015, p. 315) apontam o grau de participação do capital de terceiros na atividade da organização. Essa participação de capital de terceiros é proporcional ao grau de endividamento. E sua relação de forma isolada é inversa, pois quanto maior, pior. Já que isto implica no entendimento de que a empresa depende mais de capitais de terceiros do que de capitais próprios. Eles têm como objetivo estudar a estratégia da companhia para captar recursos e sua aplicação.

Em seu estudo Silveira, Perobelli e Barros (2008) sugerem a possibilidade de existência de uma relação de causalidade de mão-dupla entre o índice de governança (utilizado na pesquisa) e a estrutura de capital das companhias. Ou

seja, na proporção que as práticas de governança podem ser fundamentais para a admissão de recursos (próprios ou de terceiros), elas apresentam a possibilidade de serem influenciadas pela estrutura de capital.

E os indicadores de rentabilidade, de acordo com Marques, Colares e Maia (2010) atuam como critérios relevantes para expressar a eficácia da relação entre receitas e custos (evidenciando seus comportamentos em comparação ao lucro apurado pela companhia) e na relação entre lucro e investimento (ponderando os resultados de acordo com a otimização dos ativos utilizados para gerar receita).

ludícibus (2017, p. 113) também analisa os indicadores sob a ótica da rotatividade do giro, entre eles está o giro do ativo. Que é definido segundo este autor como um quociente de atividade que revela a quantidade de vezes que o ativo se renovou pelas vendas. Se o giro de um ativo específico está lento ocasiona a lentidão do ativo total, e geralmente o erro está no estoque (pensando em aumento de preço de compra, o gestor exagera no estoque) ou nos valores a receber (devido a uma política de crédito e cobrança imprópria). É importante analisar os indicadores já que os gestores precisam saber e entender qual o mais adequado para sua organização e de que forma utilizá-los para satisfazer suas finalidades específicas. Também é necessário analisar a relação existente entre eles e não somente analisá-los em separado, porque isto evidencia a influência e o efeito da sua inserção no desempenho total da empresa.

O cenário da avaliação de desempenho empresarial sinaliza a importância de combinar medidas de desempenho financeiras e não financeiras, vez que se avaliar com o foco eminentemente financeiro apresenta muitas limitações. O que se preza de acordo com Neely (2002), Vargas *et al.* (2016) é que as avaliações de desempenho baseadas somente em indicadores financeiros apresentam uma perspectiva histórica, ou seja, relatam o que ocorreu no passado sem oferecer uma indicação do futuro. A capacidade de previsão é um ponto forte nos sistemas de avaliação de desempenho, pois permitem aos gestores gerir o desempenho futuro. As avaliações baseadas em indicadores financeiros são resultados de ações já realizadas, entretanto, a utilização de indicadores não-financeiros, poderá auxiliar as empresas a realizar projeções.

Face ao exposto se procurou no estudo combinar indicadores de natureza financeira e não financeira na tentativa de se dispor de um modelo mais alinhado para avaliar a sustentabilidade corporativa.

2.7 Técnica de análise multicritério

A Análise Multicritério é um conjunto de técnicas que apresenta como objetivo auxiliar pessoas e/ou organizações para identificar prioridades que são necessárias em algumas situações específicas, de forma a considerar aspectos distintos. Ensslin, Montibeller Neto e Noronha (2001) evidenciam que esta Análise Multicritério é uma técnica quali-quantitativa, situada no meio do *continuum* que separa as abordagens puramente exploratórias e pouco estruturadas de tomada de decisão – como Brainstorm e Grupos de Discussão – e os modelos quantitativos estruturados da Pesquisa Operacional, voltados para a otimização de funções-objetivo, sujeitas a um conjunto de restrições como a Programação Linear ou Dinâmica.

Já Gomes, Araya e Carignano (2004), afirmam que de forma diferente à estas últimas (que procuram a solução ótima para um objetivo específico), a análise multicritério busca uma solução de compromisso, negociada frente aos vários objetivos que deve atender. Portanto, investiga não a solução estritamente ótima, mas a solução de consenso.

Ensslin, Montibeller Neto e Noronha (2001) afirmam também que o processo decisório baseado em métodos multicritério envolve uma série de etapas, na qual a definição clara e objetiva da situação-problema a ser resolvida é um ponto fundamental. Sendo a primeira etapa eminentemente qualitativa, para a qual diferentes técnicas de envolvimento de participantes, como discussão em grupos, painel Delphi, busca bibliográfica de estudos anteriores, podem trazer contribuições para se chegar a definições básicas acerca do problema a tratar, das diferentes alternativas de solução, dos diferentes critérios de julgamento, de outros agentes de decisão que devem participar do processo, entre outros.

Para Morais e Almeida (2006) existem técnicas e procedimentos quantitativos distintos para buscar solução multicritério, entretanto a escolha da técnica específica a ser empregada depende do tipo de problema em análise, do contexto em estudo, dos agentes decisores envolvidos, dos procedimentos de comparação das alternativas e do tipo de respostas a serem encontradas, ou seja, cada técnica simula, de forma específica, um determinado procedimento decisório, um conjunto de passos para chegar a uma solução.

Jannuzzi, Miranda e Silva (2009) tratam desta análise em questão como sendo uma técnica que permite que a decisão seja pautada com base nos critérios

considerados relevantes para o problema pelos agentes decisores, em que a importância dos critérios é definida por estes, em um processo iterativo com outros atores.

Diante de todos os trabalhos expostos acima, é possível chegar à conclusão de que a análise multicriterial de apoio à decisão é um conjunto de ferramentas que tem o intuito de investigar diversas alternativas, considerando critérios múltiplos e objetivos conflitantes, de forma a interpretar e analisar todas as possibilidades existentes.

3 METODOLOGIA

Os procedimentos inerentes à execução da pesquisa são descritos a seguir, levando-se em consideração os seguintes aspectos: Classificação da pesquisa, Universo da pesquisa e amostra, Procedimentos de coleta de dados, Apresentação e interpretação de dados.

No desenvolvimento do material e métodos destaca-se inicialmente a importância da revisão bibliográfica na construção do quadro teórico do presente estudo com relação a conceitos inerentes à temática. A pesquisa segue a seguinte classificação: Quanto à finalidade, quanto aos objetivos e procedimentos, e quanto à natureza.

3.1 Classificação da pesquisa

3.1.1 Quanto a sua finalidade

Esse trabalho classifica-se como uma pesquisa aplicada que objetiva gerar conhecimentos práticos e dirigida à solução de problemas específicos, já que envolve informações e fatos da realidade empresarial e interesses particulares, buscando resolver problemas distintos, que pode resultar em soluções diretamente aplicadas, tendo como função o atendimento das demandas sociais.

3.1.2 Quanto aos objetivos e procedimentos

Classifica-se como sendo uma pesquisa descritiva, já que se buscou descrever características relacionadas à sustentabilidade corporativa das empresas que atuam nos segmentos selecionados no site da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Classifica-se ainda como bibliográfica e documental, já que faz uso de uma revisão da literatura acerca dos temas em questão para corroborar com o pressuposto do presente trabalho e utilizou de dados disponibilizados em documentos diversos e sites para que fosse possível comparar as práticas sustentáveis supostamente adotadas pelas empresas estudadas.

3.1.3 Quanto à natureza

Classifica-se como quantitativa vez que se procurou por fatos e causas do fenômeno a ser estudado, através de medições de variáveis, pesos, funções de preferência, parâmetros de decisão e demais técnicas que contemplam o Método Multicritério de Apoio à Decisão de Brans e Vincke (1985).

3.2 Universo da pesquisa e amostra

A escolha do segmento de construção civil tem justificativa no fato de que esse setor se destaca hoje como sendo importante motor econômico do Brasil, gerando riquezas significativas, já que aumenta a capacidade de geração de empregos e representa aproximadamente 8,5% do PIB brasileiro, apresentando crescimento contínuo desde o ano 2000 (SEBRAE, 2016). Podendo assim ser estabelecida uma relação com o tema principal da pesquisa em questão, que é a sustentabilidade corporativa.

Nesse sentido, como pode ser observado no quadro 2, a população utilizada neste estudo é composta por todas as empresas participantes na lista da B3, antiga BM&FBOVESPA, do setor de consumo cíclico, cujo subsetor é de Construção Civil, onde estão inseridas organizações do segmento de Edificações. Foram selecionadas 18 empresas, configurando-se como a amostra para esse estudo, que serão avaliadas sob a perspectiva de 11 variáveis, sendo 04 qualitativas e 07 quantitativas. A ideia é desenvolver a metodologia, via técnicas do Método PROMETHEE II, envolvendo os indicadores selecionados.

Quadro 2: Amostra analisada – Empresas do Subsetor de Construção Civil.

SETOR DE CONSUMO CÍCLICO	SUBSETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL	SEGMENTO DE EDIFICAÇÕES	RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
			CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	CONST A LIND
			CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
			CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
			CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	CYRELA REALT
			DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL
			EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
			EZ TEC EMPREENDE. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
			GAFISA S.A.	GAFISA
			HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
			JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
			JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JOAO FORTES
			MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
			PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTICIPACOES	PDG REALT
			RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
			ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
			TECNISA S.A.	TECNISA
TRISUL S.A.	TRISUL			
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER			

Fonte: Elaboração própria, com base no site B3 (2018).

O período de análise selecionado para esta pesquisa são os anos de 2014, 2015 e 2016 (especificamente, o último trimestre). A base que sustenta a escolha desse intervalo de tempo para o presente estudo é o fato de que são anos recentes e que apresentam dados atualizados. As informações necessárias para realizar a análise de cada empresa foram coletadas na base de dados do Economática®, que é uma ferramenta que disponibiliza informações financeiras das empresas que negociam no mercado de ações do Brasil e de outros países.

Para o estudo foram selecionadas variáveis (indicadores) com natureza qualitativa e quantitativa. A ideia esteve centrada em combinar variáveis de natureza financeira e não financeira para mensurar a sustentabilidade corporativa.

Dessa forma, as variáveis qualitativas¹ foram selecionadas levando-se em consideração a suposta relação direta ou indireta que apresenta com a temática do estudo (sustentabilidade corporativa). Por exemplo, empresas classificadas no Novo Mercado de Governança Corporativa estão mais inclinadas a apresentarem

¹ Entenda-se para o estudo como indicadores não financeiros.

sustentabilidade corporativa, ou seja, empresas que buscam desenvolver / adotar melhores práticas sociais, econômicas e ambientais.

Face ao exposto e a partir das informações disponibilizadas no site da B3 (antiga BM&F BOVESPA), acerca dos seguintes indicadores não financeiros: Classificação empresarial no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), se buscou efetuar uma classificação das empresas que estavam listadas nesses segmentos, conforme descrição: No Nível 1 de governança corporativa estão empresas que devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. O Nível 2 ressalta que as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN), que dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas. O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. Já o ISE é uma ferramenta para análise comparativa da *performance* das empresas listadas na B3 sob o aspecto da sustentabilidade corporativa.

Os critérios e parâmetros de análise definidos para cada um dos indicadores qualitativos escolhidos estão expostos no quadro 3.

Quadro 3: Variáveis Qualitativas Seleccionadas (Indicadores).

Variáveis	Descrição	Justificativa	Fórmula	Tipo de Relação / Fonte
Novo Mercado	Firmou-se na última década como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.	O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON).	(1) Sim; (0) Não	Relação: Positiva (maximizar) / Fonte: B3
Nível 1	Divulgam informações adicionais às exigidas em lei. O <i>free float</i> mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a empresa se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado.	As empresas listadas nesse segmento devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores.	(0,75) Sim; (0) Não	Relação: Positiva (maximizar) / Fonte: B3
Nível 2	No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de <i>tag along</i> de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.	As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembléia de acionistas.	(0,50) Sim; (0) Não	Relação: Positiva (maximizar) / Fonte: B3
ISE	Busca criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações.	É uma ferramenta para análise comparativa da <i>performance</i> das empresas listadas na B3 sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade.	(0) Não; (1) Sim	Relação: Positiva (maximizar) / Fonte: B3

Fonte: Dados da pesquisa com base na B3, 2018.

No tocante as variáveis quantitativas² foram selecionados os indicadores sugeridos por Lyra (2008) que realizou um estudo junto a vários especialistas da área contábil no Brasil com o intuito de identificar variáveis relevantes capazes de avaliar a performance empresarial, por meio da aplicação da técnica Delphi. No referido estudo os indicadores mais representativos segundo a percepção dos especialistas foram: rentabilidade sobre o patrimônio líquido, rentabilidade sobre o ativo, crescimento das vendas, liquidez corrente, composição do endividamento, margem líquida e giro do ativo. Dessa forma, optou-se por adotar essas variáveis quantitativas para esse estudo.

²Entenda-se para o estudo como indicadores financeiros.

Quadro 4: Variáveis Quantitativas Seleccionadas (Indicadores).

Variáveis	Fórmula	Descrição	Justificativa	Relação
Rent. sobre PL	$(\text{Lucro Líquido} + \text{Part Acionistas Minorit}) / (\text{Patrimônio Líquido} + \text{Part Acionistas Minorit}) * 100$	Resulta da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido	O Retorno sobre o Patrimônio Líquido mensura a rentabilidade de uma corporação ao revelar o quanto de lucro a companhia gera com o dinheiro investido pelos acionistas.	Quanto maior, melhor.
Rent. sobre o Ativo	$(\text{Lucro Líquido}) / \text{Ativo Total} * 100$	Resulta da divisão do lucro operacional antes das despesas financeiras pelo ativo operacional	Muito útil para acompanhamento da evolução ao longo do tempo da empresa. A porcentagem resultante mostra a eficiência da aplicação dos ativos e quanto lucro eles estão gerando, onde quanto for maior a porcentagem, melhor.	Quanto maior, melhor.
Crescimento das Vendas (margem bruta)	$(\text{Lucro Bruto} / \text{Receita Líquida Operacional}) * 100$	É representada pela evolução da receita bruta das vendas	Os indicadores de rentabilidade visam mostrar o êxito econômico da empresa por meio da comparação dos resultados obtidos, em cada etapa do processo produtivo, com os recursos gerados ou consumidos no processo	Quanto maior, melhor.
Liquidez Corrente	$\text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$	É o ativo circulante dividido pelo passivo circulante	Os indicadores de liquidez tem a finalidade básica de analisar a situação financeira, no aspecto da existência ou não de uma margem de folga entre as aplicações de recursos no giro e as fontes de recursos de terceiros	Quanto maior, melhor.
Composição Endividamento	$\text{Dívida CP} / \text{Dívida Total} \%$	É a divisão do passivo circulante pela soma do passivo circulante com o não circulante	Indicadores da estrutura de capital compreendem as decisões financeiras da empresa em relação à obtenção e aplicação de recursos financeiros, indicando a relação da dependência da empresa em função dos recursos de terceiros	Quanto menor, melhor.
Margem Líquida	$(\text{Lucro Líquido} + \text{Partic Acion Minoritar}) / \text{Receita Líquida Operac} * 100$	É o lucro líquido dividido pela receita líquida operacional	Os indicadores de rentabilidade visam mostrar o êxito econômico da empresa por meio da comparação dos resultados obtidos, em cada etapa do processo produtivo, com os recursos gerados ou consumidos no processo	Quanto maior, melhor.
Giro do Ativo	$(\text{Receita Líquida Operacional} / \text{Ativo Total})$	É a receita líquida operacional dividida pelo ativo total	Os indicadores de atividade são fundamentais no uso combinado com os indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade. E medem a eficácia com que a empresa gira seus ativos	Quanto maior, melhor.

Fonte: Dados da pesquisa, com base em Lyra (2008).

3.3 Procedimentos de análise dos dados

Os procedimentos de análise dos dados foram compostos pelas técnicas multicritério, especialmente do Método PROMETHEE II (*Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluations*). O ponto de partida dos métodos PROMETHEE é uma matriz de avaliação das alternativas com relação a um conjunto de critérios. Em seguida, uma função de preferência é atribuída a cada um dos critérios. A função de preferência de um critério descreve a forma como a preferência do decisor muda com a diferença entre os níveis de desempenho de duas alternativas nesse critério, $g_j(a) - g_j(b)$, onde $g_j(a)$ representa o desempenho da alternativa a no critério j (BRANS; VINCKE, 1985). A tabela 1 apresenta as funções sugeridas pelos métodos PROMETHEE.

Esse método foi escolhido por ser amplamente utilizado, nos últimos tempos, principalmente no âmbito internacional e nacional, que dispõe de seis tipos de funções de preferência para avaliar os indicadores (critérios), configurando-se como uma ferramenta capaz de proporcionar o ordenamento geral do desempenho empresarial sustentável através de uma comparação entre os pares de empresas versus indicadores do modelo. Se buscou avaliar *performance* parcial e global em relação às empresas.

Braga e Gobetti (2002, p. 396) afirmam que o método PROMETHEE estabelece uma estrutura de preferência entre alternativas discretas. Geralmente, a estrutura de preferência é definida através das comparações aos pares de alternativas por:

$$aPb \text{ se } f(a) > f(b)$$

$$aIb \text{ se } f(a) = f(b)$$

Onde f um critério particular de avaliação a ser minimizado. E a, b são duas alternativas possíveis. Já P e I denotam respectivamente preferência e indiferença.

Brans, Vincke e Mareschal (1986) consideram seis tipos de função de preferência. Na tabela 1, Braga e Gobetti (2002, p. 398) evidenciam como deve ser a interpretação de cada uma dessas funções.

- ✓ Tipo I: Não existe preferência entre a e b , somente se $f(a) = f(b)$. Quando esses valores são diferentes, a preferência é toda para a alternativa com o maior valor.
- ✓ Tipo II: Considera-se uma área de diferença constituída de todos os desvios entre $f(a)$ e $f(b)$ menores que q . Para os desvios maiores a preferência é total.

- ✓ Tipo III: A intensidade das preferências aumenta linearmente até o desvio entre $f(a)$ e $f(b)$ alcançar p . Além deste valor, a preferência é total.
- ✓ Tipo IV: Não existem preferências entre a e b , quando o desvio entre $f(a)$ e $f(b)$ não excede q ; entre q e p , é considerado um valor de preferência médio (0,5); depois de p a preferência é total.
- ✓ Tipo V: Entre q e p a intensidade das preferências aumenta linearmente. Fora deste intervalo, as preferências são iguais ao caso anterior.
- ✓ Tipo VI: A intensidade das preferências aumenta continuamente e sem descontinuidade, ao longo de x . O parâmetro s é a distância entre a origem e o ponto de inflexão da curva.

Tabela 1 - Funções de preferência – Método PROMETHEE

Função para o critério i	Gráfico b P _i a a P _i b	Parâmetros necessários
Tipo I: Critério Usual $P_I(x_i) = \begin{cases} 0 & \text{se } x_i = 0 \\ 1 & \text{se } x_i \neq 0 \end{cases}$		--
Tipo II: Tipo U $P_{II}(x_i) = \begin{cases} 0 & \text{se } x_i \leq q_i \\ 1 & \text{se } x_i > q_i \end{cases}$		q_i
Tipo III: Tipo V $P_{III}(x_i) = \begin{cases} x_i /p_i & \text{se } x_i \leq p_i \\ 1 & \text{se } x_i > p_i \end{cases}$		p_i
Tipo IV: Tipo Escada $P_{IV}(x_i) = \begin{cases} 0 & \text{se } x_i \leq q_i \\ 1/2 & \text{se } q_i < x_i \leq p_i \\ 1 & \text{se } x_i > p_i \end{cases}$		q_i, p_i
Tipo V: Tipo V com indiferença $P_V(x_i) = \begin{cases} 0 & \text{se } x_i \leq q_i \\ (x_i - q_i)/(p_i - q_i) & \text{se } q_i < x_i \leq p_i \\ 1 & \text{se } x_i > p_i \end{cases}$		q_i, p_i
Tipo VI: Tipo Gaussiana 3.3.1 $P_{VI}(x_i) = 1 - e^{-\frac{x_i^2}{2s_i^2}}$		s_i

Fonte: Braga e Gobetti (2002).

Após a comparação paritária entre as alternativas e os critérios, é necessário analisar os fluxos positivos e negativos das avaliações.

A função utilizada no estudo do Método PROMETHEE II foi a do Tipo I (Usual), que não há necessidade de definição de parâmetros de comparação. Com a

definição de critérios do tipo maximizados, pesos iguais e limiares inexistentes. A lógica para essa escolha esteve alinhada ao fato de que o trabalho se propôs apenas a comparar as empresas em relação aos indicadores e criar um ranking. Não foram definidos limiares de diferença que as outras funções do método exigem.

Para dar suporte à construção metodológica, foram utilizados os seguintes softwares: *Visual PROMETHEE*, versão 1.3, para dar suporte às técnicas do Método de Análise Multicritério, ou outro software com característica similar em relação à Análise Multicritério (versão gratuita); e o Microsoft Excel e o Microsoft Word da IBM, para formatar as tabelas geradas nos programas utilizados no trabalho.

No que se refere ao recorte temporal, a metodologia foi testada com base nos dados das empresas dos anos de 2014 a 2016.

4 APRESENTAÇÃO E INTERPRETAÇÃO DE DADOS

Inicialmente, foi realizada a coleta dos dados do último trimestre dos anos de 2014, 2015 e 2016, na base de dados do Economática®, permitindo uma investigação mais precisa dos indicadores utilizados. Os dados foram expostos em tabelas de acordo com cada ano analisado, apresentando a estatística descritiva dos indicadores financeiros e de governança corporativa e posteriormente o *ranking* multicritério de sustentabilidade corporativa, permitindo compreender o desempenho empresarial no decorrer dos anos estudados.

Como se observa (tabela 2 e 3) a maioria das empresas faz parte do NM (Novo Mercado). Entende-se que estão buscando potencializar suas práticas ao mais elevado padrão de governança corporativa. Durante o ano de 2014 a empresa Const a Lind apresentou níveis satisfatórios nos seguintes indicadores financeiros: RPL (53,0) RA (18,9) CV (47,4) e GA (1,0). O desempenho nos indicadores não financeiros foi insatisfatório, já que esteve entre as duas empresas que não estão classificadas nos níveis de governança e sustentabilidade avaliados. Sua performance foi bem satisfatória nos indicadores financeiros e que não se relaciona com o fato de está classificada nos níveis de governança e no ISE.

No geral se observa que no ano de 2014 a empresa EzTec esteve em primeiro lugar, indicando que supera as demais empresas em 47,6% (Phi – Fluxo líquido positivo), denotando que em todas as comparações com os respectivos indicadores da empresa consegue superar em 56,2% (Phi+) seguido da empresa MRV (Phi = 0,278), Even (0,225) e Cyrela Realt (0,214). No caso da empresa Eztec essa realidade pode ser explicada através do bom desempenho destacado nos indicadores de Crescimento das Vendas (52,6) e Margem Líquida (49,8). Essas três empresas fazem parte do Novo Mercado e do ISE denotando maior alinhamento às práticas de governança corporativa. Nota-se que há uma relação positiva com o Novo Mercado, bem como com o ISE, indicando que esta empresa divulga informações de forma mais transparente e abrangente.

Nenhuma das empresas está classificada no Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa. A maioria está no Novo Mercado e no ISE o que se configura como um cenário interessante já que o ISE se apresenta como uma ferramenta para análise comparativa da *performance* das empresas listadas na B3 sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental,

justiça social e governança corporativa, e que também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade. Além disso, o Novo Mercado é um segmento que emprega princípios societários para expandir os direitos pertencentes aos acionistas.

Observe que existem empresas desse segmento que durante o ano de 2014 apresentaram endividamentos elevados com uma média do segmento em torno de 47,8%, com destaque para a Eztec (90%), CR2 (86,4%), João Fortes (69,9%) e Viver (67,2%). A empresa Viver apresentou desempenho desfavorável em quase todos os indicadores financeiros, que ocasionou sua colocação na penúltima posição do ranking. Mesmo classificada no Novo Mercado e no ISE evidenciando, neste caso, que não existe uma relação positiva estabelecida entre esses dois tipos de indicadores.

A empresa com melhor rentabilidade no patrimônio líquido foi a Const a Lind., bem como no indicador crescimento de vendas, composição de endividamento e giro do ativo. Importante destacar que esta empresa faz parte da listagem tradicional da – Bovespa, ou seja, não faz parte de nenhum dos níveis de governança corporativa e do ISE, fato este que supostamente poderia refletir no baixo desempenho financeiro, quando se considera a hipótese de que a classificação no NM e ISE pode contribuir para a associação entre essas medidas de desempenho. Os achados aqui postos contrariam os argumentos de Artiach *et al.* (2010) quando sinalizam que o desempenho econômico é algo que pode ser associado positivamente com o desempenho de sustentabilidade corporativa.

Tabela 2 - Estatística Descritiva Indicadores de Governança Corporativa 2014

EMPRESAS	NM	Nível 1 GC	Nível 2 GC	ISE	RPL	RA	CV	LC	CE	ML	GA
Const a Lind	0	0	0	0	53,0	18,9	47,4	1,6	0,0	18,5	1,0
CR2	1	0	0	0	-10,7	-8,7	46,8	4,0	86,4	-187,2	0,0
Cyrela Realt	1	0	0	1	13,1	6,2	32,1	2,1	33,6	14,3	0,4
Direcional	1	0	0	0	13,4	5,9	23,3	3,2	48,3	12,7	0,5
Even	1	0	0	1	11,3	5,6	27,8	3,2	36,1	12,4	0,5
Eztec	1	0	0	1	19,6	13,9	52,6	2,3	90,0	49,8	0,3
Gafisa	1	0	0	1	-1,4	-0,6	25,2	2,1	40,8	-2,0	0,3
Helbor	1	0	0	1	11,8	4,2	27,8	2,4	49,6	11,4	0,4
JHSF Part	1	0	0	1	1,9	0,7	47,5	1,8	19,6	7,1	0,1
João Fortes	0	0	0	0	-30,0	-8,2	10,7	1,4	69,9	-32,6	0,3
MRV	1	0	0	1	16,1	6,9	28,3	2,1	39,7	17,9	0,4

PDG Realt	1	0	0	1	-9,4	-3,0	19,4	1,5	35,1	-11,2	0,3
Rodobensimob	1	0	0	1	8,4	3,9	29,4	2,4	34,8	10,8	0,4
Rossi Resid	1	0	0	1	-33,1	-9,0	12,5	1,0	55,0	-37,6	0,2
Tecnisa	1	0	0	1	12,5	4,4	28,0	1,7	53,1	13,3	0,3
Tenda	1	0	0	0	-13,2	-6,7	22,1	2,4	47,6	-25,0	0,3
Trisul	1	0	0	0	6,8	3,5	34,3	2,4	54,2	10,4	0,3
Viver	1	0	0	1	-286,3	-15,2	-47,9	1,1	67,2	-147,4	0,1

ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Mínimo	0	0	0	0	-286,3	-15,2	-47,9	1,0	0,0	-187,2	0,0
Máximo	1	0	0	1	53,0	18,9	52,6	4,0	90,0	49,8	1,0
Média	0,889	0	0	0,7	-12,0	1,3	26,0	2,2	47,8	-14,7	0,3
Desvio Padrão	0,314	0	0	0,5	69,2	8,3	21,3	0,7	21,2	57,9	0,2

NM – Novo Mercado, Nível 1 GC – Nível 1 de Governança Corporativa, Nível 2 GC – Nível 2 de Governança Corporativa, ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, RPL – Rentabilidade do Patrimônio Líquido, RA – Rentabilidade do Ativo, CV – Crescimento das Vendas, LC – Liquidez Corrente, CE – Composição do Endividamento, ML – Margem Líquida, GA – Giro do Ativo.

Tons de verde: desempenho satisfatório; Tons de amarelo e laranja: desempenho razoável/considerável; Tons de vermelho: desempenho insatisfatório.

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

Com base na tabela acima pode ser observado medidas geradas através da estatística descritiva, a RPL tem seu valor mínimo (-286,3) estabelecido pelo indicador financeiro encontrado na empresa Viver e o máximo pela empresa Const a Lind (53,0). Este indicador também apresentou o valor mais alto de desvio padrão (69,2) em comparação aos demais, de toda a amostra analisada neste ano de 2014. E o desvio padrão mais baixo é do indicador GA, significando que os dados estão mais concentrados em torno da média.

Uma análise parcial no *ranking* multicritério de sustentabilidade corporativa (tabela 3), que envolveu todas as variáveis do estudo, sinaliza que as organizações com piores desempenhos foram aquelas que apresentaram situações desfavoráveis nas análises paritárias realizadas entre os indicadores e respectivas empresas.

A empresa que obteve a última posição no *ranking* foi a João Fortes Engenharia S.A. (-0,433), ficando na 18ª posição devido ao seu desempenho desfavorável em todos os indicadores analisados. Nota-se que o valor baixo (-30,0) no indicador Rentabilidade sobre o PL demonstra, de acordo com Ludícibus (2017), os resultados obtidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros, que certamente está influenciando o valor de mercado da ação.

Essa empresa também integra o segmento de listagem Tradicional – Bovespa e não participa do ISE, indicando que a organização ainda não vem demonstrando

preocupação em criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável.

O panorama geral deste ano sinaliza e reforça a tese de Orsato *et al.* (2015) quando advogam que “vale a pena ser verde” e que o valor intangível criado por iniciativas ambientais voluntárias, como o acesso ao conhecimento, novas capacidades e ganho de reputação, podem explicar melhor os esforços de tais empresas a estarem classificadas no referido ISE.

Mendes Vieira *et al.* (2011) reforçam que os Níveis 1, 2 e Novo Mercado, configuram-se como segmentos especiais de listagem, desenvolvidos com a finalidade de propiciar um ambiente de negociação que incentive o interesse dos investidores e a valorização das empresas. Podem ser caracterizados como uma possibilidade de que as práticas de governança corporativa possam afetar o desempenho das organizações e que a evolução do mercado de capitais apresente vínculo direto com uma boa política de governança. No caso das empresas do segmento estudado a grande maioria durante este ano estão enquadradas no NM.

Inferre-se que a participação no ISE que teve grande representatividade (cerca de 12 empresas de um total de 18 estão enquadradas neste índice), supostamente pode sinalizar que essas organizações estão buscando alinhar suas estratégias empresariais à sustentabilidade e governança corporativa, baseada em ser economicamente eficiente, ambientalmente equilibrado e socialmente justo.

Tabela 3 - Ranking de Governança Corporativa 2014

<i>Ranking</i>	Empresas	Phi	Phi+	Phi-
1	Eztec	0,476	0,562	0,086
2	MRV	0,278	0,465	0,187
3	Even	0,225	0,444	0,219
4	Cyrela Realt	0,214	0,433	0,219
5	Direcional	0,209	0,455	0,246
6	Helbor	0,193	0,417	0,225
7	Const a Lind	0,134	0,460	0,326
8	Tecnisa	0,134	0,390	0,257
9	Rodobensimob	0,112	0,380	0,267
10	Trisul	0,043	0,353	0,310
11	Gafisa	-0,102	0,267	0,369
12	JHSF Part	-0,107	0,283	0,390
13	CR2	-0,123	0,294	0,417
14	Tenda	-0,235	0,214	0,449
15	PDG Realt	-0,251	0,198	0,449
16	Rossi Resid	-0,358	0,160	0,519

17	Viver	-0,406	0,134	0,540
18	João Fortes	-0,433	0,160	0,594

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

No que se refere aos resultados encontrados no ano de 2015 (tabelas 4 e 5), a EzTec Empreend. e Participações S.A. continua na primeira posição, embora apresente uma queda no seu percentual em relação ao ano de 2014, (fluxo líquido igual a 32,62%). Ganhando destaque os indicadores ML (54,6) e CV (51,2) que foram os mais altos entre todos da amostra analisada. E CE (24,9) que foi o segundo mais baixo, indicando um fato positivo pois quanto menor, melhor para a empresa. E é integrante do nível mais elevado de GC e também do ISE. Ou seja, a combinação satisfatória dos indicadores financeiros e não financeiros proporcionou essa posição.

A empresa MRV continua em segundo lugar com um fluxo líquido de 0,2888. Na terceira posição está a Cyrela Realt, apresentando um fluxo líquido de 0,2246. As empresas João Fortes, Viver, PDG Realt, Rossi Resid, CR2, Gafisa, Rodobensimob foram as que apresentaram piores *performances* de sustentabilidade corporativa, já que apresentam os menores fluxos positivos (Phi+) e maiores fluxos negativos (Phi-), conforme retrata a tabela 5.

A CR2 apresentou o valor mais alto de endividamento (100,0) de toda a amostra, juntamente com uma margem líquida negativa (-113,8) e o fato de não fazer parte do ISE. Essa relação entre indicadores financeiros e não financeiros proporcionou o seu desempenho desfavorável e contribuiu para sua posição no ranking deste ano. Essa situação pode ser explicada por Peixoto *et al.* (2016) quando afirma que empresas nos setores de construção apresentam relação entre adesão ao ISE e seu nível de endividamento.

A companhia João Fortes continua na última colocação no ranking por apresentar uma combinação não satisfatória entres seus índices financeiros e sua participação no mercado tradicional, como também sua ausência no ISE. Apresentando de acordo com a B3 (2018) menos transparência de informações e divulgação de políticas, menos compromisso com desenvolvimento sustentável o que prejudica seu próprio crescimento empresarial.

De forma geral, a média encontrada para o indicador CE foi de 53,44 superando a do ano anterior já que as empresas Viver, Tenda e CR2 contribuíram com seus elevados valores neste índice, como pode ser observado na tabela 4.

De acordo com os dados evidenciados através da estatística descritiva, destaca-se a ML que obteve o valor mínimo (-233,6) mais significativa de toda a amostra, que foi da companhia Viver, podendo ter relação com seu desempenho desfavorável e sua má colocação no ranking. A menor média (-22,69) e o desvio padrão (71,7) mais alto, nesse nível e período de comparação, indicando que supera o ano anterior.

Tabela 4 - Estatística Descritiva Indicadores de Governança Corporativa 2015

EMPRESAS	NM	Nível 1 GC	Nível 2 GC	ISE	RPL	RA	CV	LC	CE	ML	GA
Const a Lind	0	0	0	0	54,3	26,5	48,7	2,1	0,0	32,1	0,8
CR2	1	0	0	0	-13,2	-11,5	31,7	6,5	100,0	-113,8	0,1
Cyrela Realt	1	0	0	1	8,9	4,7	34,6	2,8	33,0	13,7	0,3
Direcional	1	0	0	1	8,8	4,0	21,1	3,6	44,4	10,0	0,4
Even	1	0	0	1	6,0	2,9	23,6	3,0	39,9	6,8	0,4
Eztec	1	0	0	1	16,4	13,5	51,2	5,6	24,9	54,6	0,2
Gafisa	1	0	0	1	2,3	1,0	27,3	2,1	49,4	3,1	0,3
Helbor	1	0	0	1	3,7	1,4	22,9	3,1	39,5	5,3	0,3
JHSF Part	1	0	0	1	4,1	1,7	43,1	1,1	29,2	17,4	0,1
João Fortes	0	0	0	0	-29,2	-9,3	-2,0	1,7	68,7	-50,5	0,2
MRV	1	0	0	1	11,8	5,2	30,2	2,2	49,7	12,5	0,4
PDG Realt	1	0	0	1	-119,2	-25,9	-2,3	0,7	74,5	-155,8	0,2
Rodobensimob	1	0	0	1	1,2	0,6	29,5	2,4	41,3	1,8	0,3
Rossi Resid	1	0	0	1	-43,4	-10,5	11,4	0,7	73,7	-45,0	0,2
Tecnisa	1	0	0	1	17,1	7,9	25,7	1,7	58,5	23,0	0,3
Tenda	1	0	0	0	2,6	1,6	28,8	2,7	84,9	3,5	0,4
Trisul	1	0	0	1	4,5	2,6	29,1	2,6	62,4	6,5	0,4
Viver	1	0	0	0	0,0	-20,0	-50,0	0,8	88,0	-233,6	0,1
ESTATISTICA DESCRITIVA											
Mínimo	0	0	0	0	-119	-25,9	-50	0,7	0	-233,6	0,1
Máximo	1	0	0	1	54,3	26,5	51,2	6,5	100	54,6	0,8
Média	0,889	0	0	0,7	-3,5	-0,2	22,48	2,52	53,44	-22,69	0,3
Desvio Padrão	0,314	0	0	0,4	34	11,6	22,35	1,5	24,56	71,7	0,16

NM – Novo Mercado, Nível 1 GC – Nível 1 de Governança Corporativa, Nível 2 GC – Nível 2 de Governança Corporativa, ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, RPL – Rentabilidade do Patrimônio Líquido, RA – Rentabilidade do Ativo, CV – Crescimento das Vendas, LC – Liquidez Corrente, CE – Composição do Endividamento, ML – Margem Líquida, GA – Giro do Ativo.
Tons de verde: desempenho satisfatório; Tons de amarelo e laranja: desempenho razoável/considerável; Tons de vermelho: desempenho insatisfatório.

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

Tabela 5 - Ranking de Governança Corporativa 2015

Ranking	Empresas	Phi	Phi+	Phi-
1	Eztec	0,3262	0,492	0,1658
2	MRV	0,2888	0,4706	0,1818
3	Cyrela Realt	0,2246	0,4385	0,2139
4	Tecnisa	0,2193	0,4332	0,2139
5	Direcional	0,2032	0,4278	0,2246
6	Trisul	0,1925	0,4225	0,2299
7	Const a Lind	0,1658	0,4759	0,3102
8	Even	0,1497	0,4011	0,2513
9	Tenda	0,0642	0,3797	0,3155
10	Helbor	-0,0107	0,3209	0,3316
11	JHSF Part	-0,0321	0,3155	0,3476
12	Rodobensimob	-0,0642	0,2941	0,3583
13	Gafisa	-0,0695	0,2888	0,3583
14	CR2	-0,107	0,2995	0,4064
15	Rossi Resid	-0,2888	0,1818	0,4706
16	PDG Realt	-0,3743	0,139	0,5134
17	Viver	-0,4385	0,1337	0,5722
18	João Fortes	-0,4492	0,1604	0,6096

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

No tocante aos resultados do ano de 2016 (tabelas 6 e 7), a empresa Ez Tec Empreend. e Participações S.A. permanece em primeiro lugar no *ranking*, mostrando um avanço em relação ao ano anterior. Apresenta seu melhor desempenho nos três anos de análise ($\text{Phi} = 0,492$). Essa boa colocação no *ranking* pode estar associada ao fato desta companhia participar do nível mais elevado de governança e também do índice de sustentabilidade empresarial. Pois Martins, Silva e Nardi (2006) afirmam que empresas integrantes do Novo Mercado, apresentam a capacidade de revelar aos potenciais investidores que adotam padrões de governança e transparência superiores.

Durante este ano a empresa Viver conseguiu superar suas dificuldades e conseguiu evoluir para a 10^a posição no ranking (tabela 7) por ter apresentado aumentos significantes nos indicadores CV (425,3) e ML (1941,6). Sua atuação nos indicadores financeiros foi satisfatória, combinada com sua participação no NM apesar de não integrar o ISE.

Tabela 6 - Estatística Descritiva Indicadores de Governança Corporativa 2016

EMPRESAS	NM	Nível 1 GC	Nível 2 GC	ISE	RPL	RA	CV	LC	CE	ML	GA
Const a Lind	0	0	0	0	18,8	9,1	39,4	2,3	0,0	15,5	0,6
CR2	1	0	0	0	-25,2	-22,2	28,2	9,0	0,0	-299,4	0,1
Cyrela Realt	1	0	0	1	3,6	2,1	33,3	3,5	33,2	7,7	0,3
Direcional	1	0	0	1	-0,1	0,0	11,5	3,3	51,5	-0,1	0,3
Even	1	0	0	1	1,6	0,8	19,3	3,4	42,0	2,3	0,3
Eztec	1	0	0	1	8,2	6,6	47,2	5,1	63,6	40,6	0,2
Gafisa	1	0	0	1	-60,2	-22,3	-12,4	1,5	60,1	-126,9	0,2
Helbor	1	0	0	1	-5,5	-1,9	10,7	2,3	53,5	-11,4	0,2
JHSF Part	1	0	0	1	-11,3	-5,3	39,9	1,9	18,8	-65,2	0,1
João Fortes	0	0	0	0	-90,1	-17,3	-35,3	1,6	64,8	-193,8	0,1
MRV	1	0	0	1	10,6	4,7	32,6	2,4	40,5	13,5	0,3
PDG Realt	1	0	0	1	0,0	-116,8	-293,6	0,5	85,8	-2196,7	0,1
Rodobensimob	1	0	0	1	-10,0	-4,8	9,9	2,5	35,9	-19,5	0,2
Rossi Resid	1	0	0	1	-72,0	-11,0	6,5	0,7	49,8	-98,2	0,1
Tecnisa	1	0	0	1	-31,5	-14,6	-22,8	1,6	63,3	-133,8	0,1
Tenda	1	0	0	0	4,4	2,5	30,7	3,4	30,6	4,5	0,6
Trisul	1	0	0	0	0,5	0,3	28,6	2,5	52,5	0,9	0,3
Viver	1	0	0	0	0,0	-35,4	425,3	0,6	96,4	1941,6	0,0

ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Mínimo	0	0	0	0	-90,1	-116,8	-294	0,5	0	-2197	0
Máximo	1	0	0	1	18,8	9,1	425,3	9	96,4	1941,6	0,6
Média	0,89	0	0	0,7	-14,3	-12,5	22,17	2,67	46,8	-62,13	0,23
Desvio Padrão	0,31	0	0	0,5	29,5	27,8	122,7	1,91	24,7	695,36	0,16

NM – Novo Mercado, Nível 1 GC – Nível 1 de Governança Corporativa, Nível 2 GC – Nível 2 de Governança Corporativa, ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, RPL – Rentabilidade do Patrimônio Líquido, RA – Rentabilidade do Ativo, CV – Crescimento das Vendas, LC – Liquidez Corrente, CE – Composição do Endividamento, ML – Margem Líquida, GA – Giro do Ativo.

Tons de verde: desempenho satisfatório; Tons de amarelo e laranja: desempenho razoável/considerável; Tons de vermelho: desempenho insatisfatório.

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

Em relação à estatística descritiva, como está evidenciada na tabela acima pode-se ressaltar as seguintes abordagens, o indicador de ML continua em destaque por apresentar, entre toda a amostra, o valor mínimo significativo de -2.197 (que é da companhia PDG Realt, justificando sua penúltima posição no ranking), e valor máximo extremo de 1941,6 (da empresa Viver, que ocasionou sua evolução em relação ao ano anterior). O desvio padrão de 695,36 sendo o mais alto, significando que os valores observados estão distantes da média, que é a mais baixa da amostra (-62,13).

Tabela 7 - Ranking de Governança Corporativa 2016

Ranking	Empresas	Phi	Phi+	Phi-
1	Eztec	0,492	0,5775	0,0856
2	MRV	0,3155	0,4866	0,1711
3	Cyrela Realt	0,3048	0,4813	0,1765
4	Even	0,2246	0,4385	0,2139
5	Tenda	0,2086	0,4545	0,246
6	Const a Lind	0,1497	0,4599	0,3102
7	Direcional	0,1337	0,3957	0,262
8	Trisul	0,1176	0,4011	0,2834
9	Helbor	0,016	0,3369	0,3209
10	Viver	-0,0214	0,3422	0,3636
11	Rodobensimob	-0,0588	0,2995	0,3583
12	JHSF Part	-0,1176	0,2674	0,385
13	Gafisa	-0,2246	0,2193	0,4439
14	Tecnisa	-0,2299	0,2086	0,4385
15	Rossi Resid	-0,2781	0,1872	0,4652
16	CR2	-0,2834	0,1979	0,4813
17	PDG Realt	-0,2834	0,1818	0,4652
18	João Fortes	-0,4652	0,1444	0,6096

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

A companhia João Fortes Engenharia S.A. apresentou um índice multicritério igual a -0,4652 no ano de 2016 (último lugar do *ranking*) por ter evidenciado declínios em seus indicadores financeiros, que já não eram satisfatórios nos anos anteriores. Nota-se que essa organização não faz parte do ISE e não integra o segmento do Novo Mercado o que contribuiu significativamente para sua colocação no *ranking* empresarial.

Apresentou seu pior rendimento entre os três anos de análise, justificado pelo decréscimo significativo de dois indicadores de rentabilidade, a Rentabilidade sobre PL (-90,1). De acordo com Lins e Francisco Filho (2012, p. 176) é um índice que revela o lucro que a companhia obtém em relação aos seus próprios valores investidos, sinalizando que a empresa João Fortes não tem bom rendimento do valor que é investido por seus sócios. E a Margem Líquida (-193,8) que segundo Junior e Begalli (2015, p. 327) é a capacidade de a companhia gerar lucro em relação à sua receita líquida, o que confirma a situação desfavorável em que esta empresa se encontra, sem evidenciar seu sucesso econômico.

A companhia Trisul ocupava a sexta posição no ano de 2015, quando participava das empresas listadas no ISE e no ano seguinte passou a ocupar o oitavo lugar, quando deixou de participar do ISE, o que supostamente pode ter sido reflexo da adoção de práticas pouco alinhadas a esse contexto. De acordo com Júnior e Gomes (2010) as empresas que se enquadram no Índice de Sustentabilidade Empresarial apresentam uma gestão de qualidade mais favorável e, conseqüentemente, são menos impactadas com a volatilidade da bolsa no longo prazo. Entende-se que essas organizações buscam maior reconhecimento e valor de mercado, sendo capacitadas para evidenciar resultados mais satisfatórios aos seus acionistas, devido ao fato de estarem mais aptas para suportar os possíveis riscos.

Em conformidade com o que afirma Lyra (2008), existe um tripé composto de rentabilidade, liquidez e endividamento que se associa ao estudo do desempenho. Assim, a empresa que alcançar um melhor vínculo entre esse tripé, será reconhecida pelo seu bom desempenho. Esse vínculo está relacionado com maior rentabilidade, melhor liquidez e menor endividamento. Embora a liquidez possa influenciar a rentabilidade de forma negativa dependendo da aplicação em curto prazo dos recursos no ativo.

Junqueira *et al.* (2017) afirmam que a Governança Corporativa se apresenta como sendo uma boa alternativa para reduzir os custos de agência, permitindo à empresa diminuir seus níveis de endividamento, caso sejam comparadas a empresas que permanecem no Mercado Tradicional. Ainda complementam com o fato de que existe a possibilidade de os investidores evidenciarem apenas as companhias pertencentes ao Novo Mercado, o que pressupõe que estas se disponibilizam a assumir a governança corporativa como um tipo de gestão, já que os níveis 1 e 2 apresentam normas pouco rígidas.

Apesar do fato de que quase todas as empresas analisadas estão inseridas no Novo Mercado e apenas duas delas se enquadram nos princípios do Mercado Tradicional, torna-se possível estabelecer uma comparação entre esses níveis, já que é visível que a companhia que obteve o primeiro lugar no *ranking* de análise se insere no primeiro caso, apresentando valores satisfatórios, compromisso com uma boa política de transparência contábil e governança.

4.1 Performance geral de governança corporativa 2014 a 2016

Analisando as posições das empresas (Tabela 8) foi possível perceber que no período estudado, ocorreram cenários favoráveis e desfavoráveis de acordo com as variações dos indicadores utilizados. No primeiro caso, destaca-se a empresa Construtora Tenda S. A. que estava na 14ª posição no ano de 2014, passou para a 9ª e no último ano de estudo atingiu o 5º lugar no *ranking*. Outra empresa que merece destaque pela sua evolução é a Viver Incorporadora e Construtora S. A. que se encontrava na 17ª posição nos dois primeiros anos analisados e em 2016 evoluiu para a 10ª colocação. E a Trisul que estava na 10ª e melhorou seu desempenho em 2015 (6ª posição).

Enquanto que outras empresas se encaixam no segundo caso, em razão do declínio dos indicadores analisados, a Tecnisa S. A. que se encontrava na 8ª posição no ano de 2014 e que evoluiu para a 4ª no ano seguinte, declinou para a 14ª no ano de 2016 pelo fato de que seus indicadores foram reduzidos ao longo dos três anos de análise. A Even Construtora e Incorporadora S.A. que no primeiro ano estava na terceira posição e no ano seguinte passou para a oitava, evoluiu para a 4ª colocação no ano de 2016. A companhia Helbor Empreendimentos S. A. que se encontrava na 6ª posição declinou para a 10ª no ano seguinte, por ter piorado em seu desempenho.

Como se nota, as melhores performances de sustentabilidade corporativa foram obtidas pelas empresas Eztec, MRV, Cyrela Realt, Direcional e as piores performances foram da João Fortes, Viver, Rossi PDG Realt.

Tabela 8 - Posição das empresas no Ranking de Governança Corporativa (2014 a 2016)

Empresas	2014	2015	2016
Const a Lind	7	7	6
CR2	13	14	16
Cyrela Realt	4	3	3
Direcional	5	5	7
Even	3	8	4
Eztec	1	1	1
Gafisa	11	13	13
Helbor	6	10	9
JHSF Part	12	11	12

João Fortes	18	18	18
MRV	2	2	2
PDG Realt	15	16	17
Rodobensimob	9	12	11
Rossi Resid	16	15	15
Tecnisa	8	4	14
Tenda	14	9	5
Trisul	10	6	8
Viver	17	17	10

Tons de verde: desempenho satisfatório, melhor colocação; Tons de amarelo e laranja: desempenho razoável, colocação considerável; Tons de vermelho: desempenho insatisfatório, pior colocação.

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo apresenta como objetivo desenvolver uma metodologia baseada nas técnicas de análise multicritério, composta por indicadores capaz de avaliar a sustentabilidade corporativa. De forma notável, este modelo foi desenvolvido com a principal finalidade de propor e validar o emprego da metodologia para avaliar os indicadores financeiros através dos níveis de governança corporativa. Para isso, analisou empresas do subsetor de construção civil, bem como sua classificação no segmento de edificações, durante o período de 2014 a 2016.

A ideia básica esteve centrada em construir um modelo que apresente as características / propriedades dos indicadores e do índice, ser simples o suficiente para ser entendido e possa refletir mudanças no decorrer do período de análise.

No primeiro momento a análise do comportamento dos indicadores permite apontar as deficiências de cada empresa quando se analisa individualmente cada variável, apontando ainda aqueles com similaridades.

O método de análise multicritério utilizado foi o PROMETHEE II, que permite a comparação dos diversos indicadores, de todas as empresas, em cada ano analisado. Assim, apresenta informações relevantes e necessárias para o processo de tomada de decisão por parte dos responsáveis das organizações, possibilitando uma análise e um posicionamento sobre cada setor. De forma que facilitará a percepção das fraquezas para uma posterior melhora, e evidenciará os pontos fortes mostrando a origem e justificativa de cada um.

O panorama geral obtido através do *ranking* final evidencia e permite a identificação das empresas que apresentam o pior e o melhor rendimento sob a perspectiva da análise financeira considerando a sustentabilidade corporativa e sua conexão sobre as áreas econômica, social e ambiental. Respectivamente, essas empresas no ano de 2014 a 2016 são João Fortes Engenharia S.A. e Ez Tec Empreend. e Participações S.A.

Destacando outras empresas que se enquadram em situações desfavoráveis encontra-se a Viver Incorporadora e Construtora S. A., que nos anos de 2014 e 2015 ocupava a penúltima colocação no ranking, mas evoluiu no ano de 2016 passando para a 10^a, devido a um crescimento significativo dos indicadores crescimento das vendas e margem líquida. A empresa com pior desempenho no

último ano foi a PDG Realty, ocupando a 17^a posição, pois apresentou neste ano valores baixos (negativos).

E entre as demais companhias que evidenciaram seu bom desempenho está a MRV Engenharia e Participações S. A. que permanece na segunda posição durante todo o período de análise relacionando seus bons indicadores financeiros com sua atuação no Novo Mercado e no ISE. E a Cyrela Brazil Realty que ocupou o 3^o lugar nos dois últimos anos estudados.

Com isso, conclui-se que as empresas inseridas no Novo Mercado e participantes do ISE tendem a apresentar indicadores financeiros mais satisfatórios em relação as que não se enquadram nesta condição, por exemplo, as companhias que seguem as exigências do Mercado Tradicional. Apesar de algumas exceções encontradas no estudo, já que até mesmo a teoria pode não coincidir com todas as companhias existentes, ou seja, não há um padrão. Todos os indicadores financeiros devem ser analisados de forma a considerar a situação e a realidade de cada empresa, ponderando o seu porte, lucratividade, segmento de atuação, período de análise, entre outros fatores relevantes.

É perceptível que utilizando este mesmo método, outros resultados possam ser encontrados, já que uma de suas características específicas é o fato de que sua funcionalidade depende dos parâmetros selecionados, das funções de preferência escolhidas, dos cenários e dos critérios designados. Também se faz necessário destacar que as evidências encontradas e discutidas neste estudo devem ser consideradas respeitando-se os limites da metodologia aplicada, do período e da amostra utilizada.

Diante disso, se estabelece como sugestão para trabalhos futuros a aplicação em outros segmentos empresariais, bem como a inclusão de outros indicadores e de outras funções de preferência que o método permite utilizar.

Espera-se que o estudo ofereça uma contribuição, embora pequena, mas relevante para as três áreas mencionadas anteriormente, incentivando uma discussão sobre a situação de cada organização e sobre maneiras de potencializar resultados mais satisfatórios, tanto para o ambiente interno quanto para os usuários externos.

REFERÊNCIAS

ARTIACH, Tracy et al. The determinants of corporate sustainability performance. **Accounting & Finance**, v. 50, n. 1, p. 31-51, 2010.

BM&FBOVESPA: **Empresas Listadas**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 02 jan. 2018.

BM&FBOVESPA: **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm>. Acesso em: 5 jan. 2018.

BM&FBOVESPA: **Segmentos de Listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 10 jan. 2018.

BOMFIM, E. T. do; TEIXEIRA, W. dos S.; MONTE, P. A. do. Relação entre o Disclosure da Sustentabilidade com a Governança Corporativa: Um Estudo nas Empresas Listadas no Ibrx-100. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, jan/abr 2015.

BORTOLUZZI, Sandro César et al. Avaliação de desempenho econômico-financeiro: uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio à decisão construtivista (MCDA-C). **Revista Alcance**, v. 18, n. 2, 2011.

BRAGA, B.; GOBETTI, L. **Análise Multiobjetivo**. In: Técnicas Quantitativas para o Gerenciamento de Recursos Hídricos. (Org) Rubem La Laina Porto et. al. 2 ed. Porto Alegre: Editora da UFRGS/Associação Brasileira de Recursos Hídricos, 2002, pp. 361-418.

BRAMMER, S.; PAVELIN, S. Voluntary social disclosures by large UK companies. Business Ethics. **HYPERLINK "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref8" A European Review** **HYPERLINK "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref8"**, 13 (2/3), 86-99, 2004.

BRANS, J. P.; VINCKE, P. H. A preference ranking organization method, the PROMETHEE method for MCDM. **Mgmt. Sci.**, v. 31, p. 647-656, 1985.

BRANS, J. P.; VINCKE, P. H.; MARESCHAL, B. How to select and how to rank project: The PROMETHEE method. **European Journal of Operational Research**, v. 24, 1986, pp. 228-238.

CÂMARA Brasileira da Indústria da Construção (CBIC). 2014. Disponível em: <[http://file:///C:/Users/XDXDXD/AppData/Local/Temp/Rar\\$Dla0.570/cbic.pdf](http://file:///C:/Users/XDXDXD/AppData/Local/Temp/Rar$Dla0.570/cbic.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017.

CHIH, H. L.; CHIH, H. H.; CHEN, T. Y. On the determinants of corporate social responsibility. International evidence on the financial industry. **HYPERLINK** "[http://refhub.elsevier.com/S0959-6526\(13\)00394-6/sref11](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref11)" **Journal of Business Ethics**, **93**, p.115-135, 2010.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. de. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

DA SILVA MACEDO, M. A.; CORRAR, L. J.; MAIA DE SIQUEIRA, J. R. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas Socioambientalmente Responsáveis no Brasil. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 9, n. 1, 2012.

DI MICELI DA SILVEIRA, Alexandre; FINOTTI CORDEIRO PEROBELLI, Fernanda; AYRES BARREIRA DE CAMPOS BARROS, Lucas Ayres. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC-Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, 2008.

ELKINGTON, J. **Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business**. Oxford: Capstone, 1997.

ELKINGTON, J. **Sustentabilidade, canibais com garfo e faca**. São Paulo: Makron Books, 2012.

ENSSLIN, Leonardo; MONTIBELLER NETO, Gilberto; NORONHA, Sandro Mac Donald. Apoio à Decisão: metodologias para estruturação de problemas e avaliação multicritério de alternativas. Florianópolis: **Insular**, 2001.

FEIL, A. A.; NAIME, R. H. Mensuração da Sustentabilidade das Corporações com Selo ISE da BM&FBOVESPA via Modelo GSE. **Revista Ambiente Contábil**, v. 7. n. 1, p. 254-272, jan./jun. 2015.

FÉLIX, F. D. S.; LOCATELLI, R. L.; FERNANDES, J. F.; RAMALHO, W. Construção Civil no Brasil: Criando ou Destruindo Valor? **Revista de Gestão e Projetos**, v. 7, n. 1, Janeiro/Abril 2016.

FREITAS, A. J.; SILVA JUNIOR, E. G.; REINALDO, H. O. A.; GOMES, M. L. F.; ARRUDA, S. C. Qualidade de Vida no Trabalho e Saúde e Segurança Ocupacional em uma Organização da Construção Civil. **Revista Gestão Organizacional**, v. 9, n. 2, p. 4-23, 2016.

GOMES JÚNIOR, Silvio Figueiredo; GOMES, André Raeli. As vantagens da sustentabilidade empresarial. **INGEPRO-Inovação, Gestão e Produção**, v. 2, n. 8, p. 063-071, 2010.

GOMES, Luiz Flávio Autran Monteiro; ARAYA, Marcela Cecilia González; CARIGNANO, Claudia. Tomada de decisão em cenários complexos: introdução aos métodos discretos do apoio multicritério à decisão. São Paulo: **Pioneira, Thomson Learning**, 2004.

GRAY, R.; BEBBINGTON, J. Corporate sustainability: accountability or impossible dream? In: **Handbook of sustainable development** / Edited by Giles Atkinson, Simon Dietz, Eric Neumayer, 2006.

GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M.; CARVALHO, L. Sustentabilidade Empresarial e Governança Corporativa: Uma Análise da relação do ISE da BM&FBOVESPA com a Compensação dos Gestores de Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 2, p. 134-149, 2017.

HACKSTON, D.; MILNE, M. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 9 (1), p. 77-108, 1996.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 11ª edição, São Paulo: Atlas, 2017.

JANNUZZI, P. de M.; MIRANDA, WL de; SILVA, DSG da. Análise multicritério e tomada de decisão em políticas públicas: aspectos metodológicos, aplicativo operacional e aplicações. **Revista Informática Pública**, v. 11, n. 1, p. 69-87, 2009.

JUNIOR, José H. P.; BEGALLI, Glaucos A. **Elaboração e análise das demonstrações contábeis**. 5ª edição, São Paulo: Atlas, 2015.

JUNQUEIRA, L. R.; SOARES, C. H.; BRESSAN, A. A.; BERTUCCI, L. A. Impactos da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração da UFSM**, v. 10, n. 3, p. 420-436, 2017.

KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Working Paper 2.818. **World Bank Policy Research**, 139 p. 2002.

LABUSCHAGNE, C.; BRENTA, A. C.; VAN ERCK, R.P.G., 2005. Assessing the sustainability performances of industries. **HYPERLINK** "[http://refhub.elsevier.com/S0959-6526\(13\)00394-6/sref21](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref21)" **Journal of Cleaner Production** **HYPERLINK** "[http://refhub.elsevier.com/S0959-6526\(13\)00394-6/sref21](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref21)", 13, 373 e 385.

LEVY, D. L.; SZEJNWALD-BROWN, H.; DE JONG, M. The Contested politics of corporate governance the case of the global reporting initiative. **Business & Society**, v. 49, n. 1, p. 88-115, 2010.

LIMA, M. S.; ALENCAR, R. C. Análise da carga tributária das empresas de construção civil listadas na BM&FBovespa. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 4, n. 56, p. 26-35, 2014.

LIMA, S. H. de O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. de A.; SANTOS, S. M. dos; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, abr./jun. 2015.

LINS, Luiz dos S.; FILHO, José F. **Fundamentos e análise das demonstrações contábeis: uma abordagem interativa**. São Paulo: Atlas, 2012.

LLORET, A. Modeling corporate sustainability strategy. **Journal of Business Research** **HYPERLINK** "<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.06.047>", 69, 2016.

p. 418 [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.06.047"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.06.047) – [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.06.047"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.06.047) [425](#).

LOURENÇO, I. C.; BRANCO, M. C. Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. **Journal** [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [of](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [Cleaner](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [Production](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013) [HYPERLINK "http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013"](http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013), 57, p.134-141, 2013.

Lyra, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de. **Análise hierárquica dos indicadores contábeis sob óptica do desempenho empresarial**. 2008. 171f. Tese de Doutorado (Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

MARION, José C. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 7ª edição, São Paulo: Atlas, 2012.

MARQUES, Vagner Antônio; COLARES, Ana Carolina Vasconcelos; MAIA, Saulo Cardoso. Sustentabilidade e desempenho empresarial: uma comparação entre os indicadores de rentabilidade das empresas participantes do mercado de capitais. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2010.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 30. 2006, Salvador. **Anais ...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

MENDES-DA-SILVA, W; FERRAZ-ANDRADE, J. M.; FAMÁ, R.; MALUF FILHO, J. A. Disclosure via website corporativo: um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas - RAE**, v. 49, n. 2, 2009.

MENDES VIEIRA, Kelmara et al. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, 2011.

Minha Empresa Sustentável: Construção Civil. Centro Sebrae de Sustentabilidade – Cuiabá: 2016.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who what really counts. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.

MORAES, L. F. S.; PERERA, L. C. J.; MILANI FILHO, M. A. F. do; e KERR, R. B. Desenvolvimento sustentável e insolvência: um estudo de empresas brasileiras. **Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade - GeAS**, Vol. 3, nº 2, 2014.

MORAIS, D.C.; ALMEIDA, A.T. Modelo de decisão em grupo para gerenciar perdas de água. **Revista de Pesquisa Operacional**, versão on line (ISBN 1678-5142), v. 26, n. 3, p. 567-584, set/dez 2006.

MUNCK, L.; MUNCK, M. G. M.; BORIM-DE-SOUZA, R. Sustentabilidade Organizacional: A Proposição de uma *Framework* Representativa do Agir Competente para seu Acontecimento. **Revista Interinstitucional de Psicologia**, 4 (2), Edição Especial, dezembro, 2011, 147-158

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. dos. Fatores Determinantes do Nível de Disclosure Voluntário das Companhias Abertas no Brasil. **REPeC - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 3, n. 2, art. 4, p. 72-95, maio/ago. 2009.

NEELY, A. **Avaliação do desempenho das empresas**. Porquê, o quê e como. Lisboa: Caminho, 2002.

OBERNDORFER, U.; SCHMIDT, P.; WAGNER, M.; ZIEGLER, A. Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for German firms. **Journal of Environmental Economics and Management**
HYPERLINK "<http://dx.doi.org/10.1016/j.jeem.2013.04.005>", 66, p. 497-509, 2013.

OLIVEIRA, M. C.; PONTE, V. M. R.; LUCA, M. M. M.; OLIVEIRA, O. V.; ARAGÃO, L. A.; GELEILATE, J. M. G. Práticas de governança corporativa adotadas por companhias fechadas brasileiras e alinhamento às demandas do mercado de capitais. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 10, n. 3, p. 196-209, 2013.

OLIVEIRA NETO, J. F.; MOREIRA, R. L.; BARBOSA NETO, J. E. Agency Theory: A Study about Scientific Research in Brazilian Journals. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 379-396, 2017.

OLIVEIRA, Valeria Faria; OLIVEIRA, Edson Aparecida de Araujo Querido. O PAPEL DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO CIVIL NA ORGANIZAÇÃO DO ESPAÇO E DO DESENVOLVIMENTO REGIONAL. **The 4th International Congress on University-Industry Cooperation**, p. 02-

09, 2012. Disponível em: <[http://file:///C:/Users/XDXDXD/AppData/Local/Temp/Rar\\$Dla0.338/pdf570.pdf](http://file:///C:/Users/XDXDXD/AppData/Local/Temp/Rar$Dla0.338/pdf570.pdf)>. Acesso em: 20 dez. 2017.

ORSATO, R. J.; GARCIA, A. G.; SILVA, W. M. da; SIMONNETTI, R.; MONZONI, M.; Sustainability indexes: why join in? A study of the 'Corporate Sustainability Index (ISE)' in Brazil. **Journal of Cleaner Production**, 96, p. 161-170, 2015.

PEIXOTO, Fernanda Maciel et al. Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 1, p. 39-66, 2016.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 227-340, 2012.

ROTH, C. D. G.; GARCIAS, C. M. Construção civil e a degradação ambiental. **Desenvolvimento em Questão**, v. 7, n. 13, Janeiro/Junho 2009.

SCHALTEGGER, S.; WAGNER, M. Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 3, n. 1, p. 1-19, 2006.

SCHUH, A. B.; SILVA, M. L.; VIEIRA, K. M.; CORONEL, D. A. Estrutura de Capital do Setor de Construção Civil Brasileiro e sua Relação com a Atividade Econômica Agregada. **Revista Gestão & Planejamento**, v. 18, n. 1, p. 273-290, 2017.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO FILHO, M. Os Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa Aumentam a Liquidez das Ações?. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016.

SILVESTRE, W. J.; AMARO, A. Sustentabilidade corporativa: avaliação híbrida do Triple Bottom Line. **Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão [online]**. 2014, vol.13, n.4, pp.19-29.

SOUZA, A. C. de; FIALHO, F. A. P.; OTANI, N. **TCC – Métodos e Técnicas**. Florianópolis, Visual Books, 2007, p. 160.

VARGAS, S. B. De; DIEHL, C. A.; AYRES, P. R. R.; MONTEIRO, A. F. Indicadores Não-Financeiros de Avaliação de Desempenho: Análise de Conteúdo em Relatórios de Administração de Empresas de Telecomunicações. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, jan/abr 2016

VERGARA, S. C.; BRANCO, P. D. Empresa Humanizada: a organização necessária e possível. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, abr./jun. 2001, p. 20-30.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001.

ZAMCOPÉ, F. C.; ENSSLIN, L.; ENSSLIN, S. R. Desenvolvimento de um modelo para avaliar a sustentabilidade corporativa. **Revista Produção**, v. 22, n. 3, p. 477-489, maio/ago. 2012

ZIEGLER, A., SCHRÖDER, M. What determines the inclusion in a sustainability stock index? A panel data analysis for European [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48" [fi](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48) [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48" [rms](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48). [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48" **Ecological Economics** [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref48", 69, 848-856, 2010.

ZU, L.; SONG, L. Determinants of managerial values on corporate social re- [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49" [sponsibility](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49) [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49". [Evidence from China](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49). [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49" **Journal of Business Ethics** [HYPERLINK](http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49) "http://refhub.elsevier.com/S0959-6526(13)00394-6/sref49", 88, 105-117, 2009.